HONG KONG MONETARY AUTHORITY
香港金融管理局

貨幣與金融穩定情況
半年度報告

2021年3月

本報告分析2020年8月底至2021年2月底期間的統計資料。

貨幣與金融穩定情況半年度報告
2021年3月

目錄

1. 概論	**4**
2. 全球環境及展望	**9**
2.1 外圍環境	9
2.2 中國內地	12
3. 本港經濟	**21**
3.1 實體經濟活動	21
3.2 勞工市場狀況	22
3.3 通脹	23
4. 貨幣及金融狀況	**27**
4.1 匯率及資金流	27
4.2 貨幣環境及利率	28
4.3 股市	32
4.4 債券市場	37
4.5 物業市場	40
5. 銀行業表現	**43**
5.1 盈利及資本額	43
5.2 流動性及利率風險	45
5.3 信貸風險	47
5.4 系統性風險	54
專題1 剖析人民幣匯率波動	18
專題2 訪港旅遊業興衰對勞工市場的影響	25
專題3 ESG披露對股票估值的影響	35
專題4 長期低息環境對在香港上市內地公司實體經濟活動的影響	58
詞彙	

1. 概論

新型冠狀病毒疫苗的推出帶來重啟經濟的希望，提振了全球增長前景。再加上持續的財政及貨幣寬鬆政策，金融市場屢創新高。然而，全球前景仍受不確定因素籠罩，預料各經濟體的復甦步伐參差。中期而言，金融市場與實體經濟脫節、債務高企及疫情對經濟造成的長久創傷將是決策當局未來面臨的挑戰。

港元外匯及貨幣市場運作繼續暢順有序。港元兌美元貼近強方兌換保證水平，主要受到股票相關需求帶動。於回顧期內，存款總額增加，沒有跡象顯示有大量資金流出本港銀行體系。部分反映疫情反覆導致經濟活動疲弱及信貸需求降低，銀行業下半年的貸款總額略為下降，然而按2020全年計仍錄得輕微增幅。與此同時，住宅物業市場大致平穩。

展望未來，經濟復甦步伐的不明朗因素以及持續的地緣政治風險將繼續對本港銀行業構成挑戰。尤其是疫情會削弱企業及家庭還款能力，銀行業仍應密切留意相關下行風險因素對資產質素的影響。

外圍環境

全球經濟增長在2020年第3季隨着各地重啟經濟有所反彈，但自第4季起新型冠狀病毒感染數字回升，全球增長再度放緩。儘管如此，隨著疫苗研發在2020年年底取得突破，市場期望疫情最終將會結束，有利全球經濟回歸正常並加速增長。再加上持續的財政及貨幣寬鬆政策，全球金融市場在2021年年初升至新高，儘管與實體經濟脫節的跡象開始浮現。

在這背景下，不明朗因素將會繼續籠罩全球經濟前景。疫苗能否廣泛分發尚有待觀察。與此同時，供應瓶頸以及早前的進取寬鬆政策有可能導致通脹高於預期，繼而令央行需要提前減少貨幣寬鬆，終結金融市場對「更長期低息」貨幣政策的預期。長遠而言，決策者有必要就延長紓困措施的成本及效益作出評估，並應對包括全球債務高企及經濟長久創傷在內等，由疫情引發的眾多經濟遺留問題。

在東亞地區[1]，受出口需求回升的支持，2020年下半年的國內本地生產總值增長有所改善。在風險胃納增加的情況下，區內證券投資資金流入回升，尋息活動再度出現。儘管出現上述正面發展，東亞地區仍須面對疫情帶來的持續不明朗因素。首先，在全球疫苗採購競爭中，區內較低度發展的經濟體在實現群體免疫方面可能落後於先進經濟體，阻礙其旅遊業及服務行業復甦。其次，疫苗的供應，覆蓋範圍或成效可能出現變數，加上區內政府財政狀況轉弱，可能會令市場情緒變差並引發資金流逆轉。

至於中國內地，隨著消費活動逐步回復正常，經濟復甦步伐在2020年下半年加快。2020年全年來看，內地經濟增長了2.3%，是唯一錄得正增長的主要經濟體。展望未來，經濟前景仍很大程度上取決於疫情發展以及中美緊張關係的變化。最新的共識預測顯示，

[1] 在本報告中，東亞地區指以下七個經濟體：印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

內地經濟在2021年將增長8.4%。人民幣在2020年年初錄得數月的貶值，其後隨著經濟復甦加快、美元疲軟以及內地債券市場錄得強勁資金流入而在年內餘下時間走強。詳細研究顯示，在新型冠狀病毒爆發期間，基本因素而非市場情緒在推動人民幣匯率波動方面發揮了更重要的作用（詳情請參閱專題1）。

本地經濟

香港經濟在2020年下半年有所改善，但實質本地生產總值仍遠低於疫情爆發前的水平。隨著本地需求稍增及貨物出口進一步擴大，經季節性調整的實質本地生產總值在第3季開始回升，終止此前連續五個季度收縮的情況。實質本地生產總值的按年收縮幅度亦由2020年上半年的9%明顯收窄至下半年的約3%。然而，2020年全年合計，實質本地生產總值下跌6.1%，是有紀錄以來最大的跌幅，亦是繼2019年收縮1.2%之後，歷史上首次錄得連續兩年下跌。不同行業的本地生產總值最新數據顯示，消費及旅遊相關行業的收縮情況在疫情下較整體經濟更差。

政府為應對持續的疫情，在2020年下半年再推出兩輪（第三輪及第四輪）防疫抗疫基金，以幫助受疫情影響的行業及市民，並提升香港的抗疫能力。政府亦在最近的2021/22年度財政預算案中公布額外的逆周期措施以提振經濟，包括發放一次性5,000港元的電子消費券和為失業人士提供百分百擔保個人特惠貸款。金管局亦聯同「銀行業中小企貸款協調機制」於2021年3月宣布「預先批核還息不還本」計劃延長至同年10月，並宣布延長該計劃下貿易融資貸款還款期。預計這些展期措施有助紓緩部分企業客戶所面對的資金周轉困難。

新型冠狀病毒疫苗有望令經濟活動回復正常，預計本地經濟在2021年（全年合計）將恢復正增長，但經濟復甦的力度及步伐受疫情發展以及疫苗推出進度和成效等眾多不明朗因素影響。鑑於疫苗的廣泛接種需時，本地經濟在2021年早段仍將面臨很大的挑戰。外圍因素方面，預計內地經濟將進一步轉強，可為香港的貨物及服務出口提供支撐，而其他主要經濟體的復甦步伐將視乎其大型疫苗接種計劃的成效。政府預測2021年實質本地生產總值增長介乎3.5 – 5.5%之間，而國際機構及私營機構分析師的增長預測平均為4.4%。

勞工市場狀況在2020年下半年及2021年年初進一步惡化。失業率進一步攀升，在2021年2月達致7.2%的17年高位，而就業不足率亦升至4.0%，為沙士疫情後的高位。政府為應對持續惡化的勞工市場狀況，在第二輪防疫抗疫基金下推出「保就業」計劃，向僱主提供有時限（2020年6月至11月）的工資補貼，協助他們保留員工。「保就業」計劃結束後，政府在第三輪及第四輪防疫抗疫基金下推出其他針對性措施（例如一筆過津貼），以進一步支援受疫情重創的行業。短期而言，由於經濟狀況疲弱，預計勞工市場仍將受壓。專題2探討訪港旅遊業的興衰對本地勞工市場的潛在影響。

本地通脹壓力在2020年中至2021年2月的八個月內持續減弱。基本消費物價通脹率在2020年第3季及第4季按年分別顯著下降至0.3%及0.2%，而在2021年1月及2月更分別下跌至-0.5%及-0.1%。[2] 反映通脹動力的按3個月以年率計的基本通脹率在最近幾個月雖然略有波動，但是亦保持在較低水平。由於全球及本地經濟狀況仍充滿挑戰，本港通脹壓力短期內可能仍將保持輕微，特別是受早前新簽訂的私人住宅租金增長放緩影響，本地通脹將繼續受遏抑。市場共識預測2021年的整體通脹率處於1.4%的溫和水平，而政府預測2021年的基本及整體通脹率分別為1.0%及1.6%。

[2] 若將政府相關的一次性紓困措施的影響考慮在內，按年計整體通脹率於2020年7月至12月期間亦轉為負值。

貨幣狀況及資金流動

港元兑美元貼近強方兑換保證水平，主要受到股票相關的資金需求帶動，包括來自暢旺的新股集資活動，以及經滬港通和深港通的南向資金流入。2021年首兩個月的集資活動持續活躍，以致港元一直偏強。於回顧期內，強方兑換保證在2020年9月及10月被觸發47次，流入港元的資金達2,633億港元。強方兑換保證在2020年全年合共被觸發85次，累計流入3,835億港元。整體而言，港元交易繼續暢順有序。

從地域角度分析，於回顧期內，存款總額增加，由此可見並無跡象顯示有大量資金流出本港銀行體系。儘管與疫情發展、經濟復甦步伐及中美關係持續緊張相關的不明朗因素，或會加劇資金流波動，但香港擁有充足的外匯儲備及穩健的銀行體系，因此有能力抵禦資金流的波動。

隨著強方兑換保證被觸發令總結餘增加，港元銀行同業拆息普遍維持在極低水平。反映零售銀行港元資金平均成本的綜合利率由2020年6月底的0.71%進一步跌至2021年2月底的0.23%，由於資金成本降低，新造按揭的平均貸款利率亦由6月的2.02%降至1月的1.56%。另一方面，主要零售銀行的最優惠貸款利率於回顧期內維持不變，介乎5.00%至5.50%之間。

隨著在岸人民幣(CNY)匯率走強，離岸人民幣(CNH)自2020年5月下旬以來兑美元升值。於回顧期內大部分時間，離岸人民幣匯率相較在岸人民幣匯率存在溢價，第4季的平均溢價約為100點，按歷史標準而言仍屬溫和。香港的離岸人民幣流動資金池在2020年下半年繼續擴張，截至2021年1月底，人民幣客戶存款及存款證餘額增至8,263億元人民幣。至於其他人民幣業務，香港的人民幣銀行貸款減少，而人民幣貿易結算有所增長，人民幣即時支付結算系統每日平均交易量在2020年全年保持在11,915億元人民幣的高位。香港擁有高效的金融基建，為投資者提供眾多連結內地的跨境資金流通渠道，隨著內地資本賬持續開放、國際投資者對人民幣資產的需求增多，以及「一帶一路」和「粵港澳大灣區」倡議下區域經濟金融合作的深化，香港離岸人民幣業務預期將會受惠。

資產市場

在全球股市上漲及內地投資者透過港股通積極購買港股的支持下，本港股市經歷回顧期初大幅調整後出現反彈。全球股市上漲，原因包括各主要經濟體採取前所未有的貨幣寬鬆措施；市場對疫苗研發取得積極進展持樂觀態度，認為這可能有助加快經濟活動復甦；以及全球地緣政治不明朗因素有所減少。在上述背景下，恒生指數在2020年大跌之後收復失地，在回顧期內上漲了15.1%，並在2021年2月中旬曾一度突破31,000點關口，創下32個月新高。

在穩定的發行量支持下，港元及離岸人民幣債券市場在2020年下半年繼續擴張。經歷2020年上半年大量資金淨流出後，隨著全球各國政府推出前所未有的經濟刺激措施，市場信心迅速恢復，流入本地市場的債券基金出現反彈。儘管同期債券收益率有溫和反彈，但包括香港在內的全球債券收益率仍徘徊在歷史低位附近。

展望未來，本地股市及債市仍存在很大的不明朗因素。特別是疫情下的全球經濟復甦前路未卜，取決於疫苗推出的速度和功效。與此同時，中美關係的發展，特別是市場持續憂慮美國新政府繼續限制投資個別中國實體，在可見的將來可能會影響股市及債市的投資情緒。

中期而言，政府債券計劃中的一系列政策措施，特別是綠色金融範疇的相關措施，將推動本地債券市場發展。2021年1月，政府宣佈成功發售25億美元的綠色債券。環境、社會及企業管治(ESG)因素在投資中扮演越來越重要的角色，市場的積極反應與此市場趨

勢一致。金管局最近的相關研究(專題3)發現，企業的ESG資訊披露可以有效減少源於ESG相關風險而引致的股票估值不明朗因素。

儘管本港出現新一波新型冠狀病毒疫情，但住宅物業市場仍大致平穩。隨著本地第三波疫情減退，更多的新盤帶動了2020年下半年的樓市交投，而樓價自2020年年中以來僅輕微調整。2020年全年合計，住宅成交量及樓價與2019年大致相若。踏入2021年年初，市場活動保持平穩。與此同時，主要由於家庭收入減少，置業負擔能力進一步趨緊。

住宅物業市場前景受到眾多如上所述的不明朗因素及風險所影響。一方面，失業率高企及家庭收入減少將遏抑房屋需求。另一方面，預料長期超低利率會為資產價格提供支持。長遠而言，住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口。2020年的私人住宅實際落成量達20,900個單位，為近十年來的第二高。政府亦預計未來幾年私人樓宇供應量仍將維持在高位。

非住宅物業市場仍然大致疲弱。儘管交投在2020年年底有所回升，但全年整體成交量創下有紀錄以來的新低。非住宅物業的價格及租金水平於2020年下半年繼續偏軟。

由於經濟復甦需時，故此即使有新疫苗面世，非住宅物業市場在短期內將會繼續面臨挑戰。尤其是寫字樓及零售店鋪的空置率維持高企，相關物業的價格及租金或會繼續受壓。長遠而言，疫情過後的一些行為改變或會對商業物業市場產生長期影響。例如，遙距辦公的興起可能令日後市場對寫字樓的需求有所減少。

鑑於過去兩年市場需求顯著回落，政府認為是適當時候撤銷非住宅物業的雙倍從價印花稅這項需求管理措施，並於2020年11月26日生效。撤銷雙倍從價印花稅便利企業出售非住宅物業套現，以應付因經濟下行而出現的財政困難或資金需要。早於2020年8月，金管局調整非住宅物業按揭貸款的逆周期宏觀審慎監管措施，將適用於非住宅物業按揭貸款成數上限上調10個百分點。金管局會繼續密切留意最新發展，並會因應物業市場周期變化推出適當措施，以保障銀行體系穩定。

銀行業表現

在新型冠狀病毒疫情導致本港經濟衰退狀況持續及低息環境的背景下，零售銀行的盈利在2020年下半年進一步下跌。2020年下半年的稅前經營溢利較2019年同期下跌38.5%。盈利減少主要是由於淨利息收入顯著減少，超出非利息收入的輕微增長所致。相應地，2020年下半年的資產回報率下跌至0.62%，而2019年同期為1.13%。

由於疫情持續對企業及家庭的還款能力產生不利影響，所有認可機構的特定分類貸款比率略有上升，但有跡象顯示，貸款質素轉差的步伐在2020年下半年有所減慢。按歷史及國際標準衡量，資產質素仍然穩健。

銀行業穩健的資本和流動性狀況繼續為銀行在抵禦衝擊時提供強大緩衝。截至2020年第4季末，本地註冊認可機構的綜合總資本比率達到20.7%的高位。就流動性狀況而言，第1類機構的平均流動性覆蓋比率及第2類機構的平均流動性維持比率於2020年最後一季分別維持在155.1%及57.9%的高位。此外，最新的穩定資金淨額比率亦繼續保持在遠高於法定最低要求的水平。

於回顧期內，香港銀行業的流動性水平亦有所改善。由於銀行存款總額增加而貸款減少，所有認可機構以所有貨幣計算的平均貸存比率由2020年6月底的76.0%下降至年底的72.3%。

部分反映疫情反覆導致經濟活動疲弱的影響，銀行業下半年的貸款總額略有下降，然而按2020全年計貸款總額仍錄得輕微增幅。以半年計，所有認可機構的貸款及墊款總額經過在2020年上半年增長3.0%後，在下半年則下跌1.8%。貸款總額下跌是由於本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）及在香港境外使用的貸款在下半年分別微降0.9%及減少3.9%。

自2008年全球金融危機以來，本港上市公司的槓桿比率呈現上升趨勢，其中主要由在香港上市的非本地公司（尤其是內地公司）帶動。專題4對此現象作全面評估，並發現在低息環境下投資活動的增加是香港上市的內地公司槓桿比率上升的其中一項主要推動因素。值得留意的是，相較於同樣處於長期低息環境下的本地公司，內地公司平均而言對較具生產力的投資機會相應地會分配更高的投資比率，同樣地這些內地公司的資本回報率的升幅亦較本地公司顯著。

展望未來，儘管疫苗的推出可能令人憧憬全球疫情有望受控及經濟活動能夠重啟，但經濟復甦的步伐仍未明朗。上述因素及持續的地緣政治風險將繼續對本港銀行業構成挑戰。尤其是疫情會削弱企業及家庭還款能力，銀行業仍應密切留意相關下行風險因素對其資產質素的影響。

《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局經濟研究部職員編製。

2. 全球環境及展望

隨著疫苗研發取得突破，市場期望新型冠狀病毒疫情最終得以完結，全球經濟往後能夠加速增長。加上預期「更長期低息」的全球貨幣政策，投資者未有因2020年年底疫情反彈而卻步，金融市場在2021年年初升至新高。然而，金融市場的股切期望與仍然充滿挑戰的宏觀經濟環境有所脫節，一旦經濟復甦力度未如理想，或者政策支援較預期提前撤回（例如由於通脹超出預期），有可能令資產價格出現波動。展望未來，決策當局要面對何時撤回政策支援的難題，及應對疫情遺下的諸多問題，包括債務水平高企及經濟長久創傷等。

疫情的持續不明朗因素繼續令東亞地區的經濟復甦蒙上陰影，區內發展較慢的新興市場經濟體在疫苗採購及分發方面可能面臨更大挑戰。疫苗接種計劃的進展如有阻滯，將可能逆轉當前的樂觀情緒，令資金流入及金融市場變得不穩定。

至於中國內地，隨著消費活動逐步回復正常，經濟復甦步伐在2020年下半年加快。展望未來，經濟增長前景仍充滿不確定性，很大程度上取決於疫情發展及中美緊張局勢的變化。因此，政府宣佈繼續維持支持性的政策立場，並強調控制系統性風險的重要性。

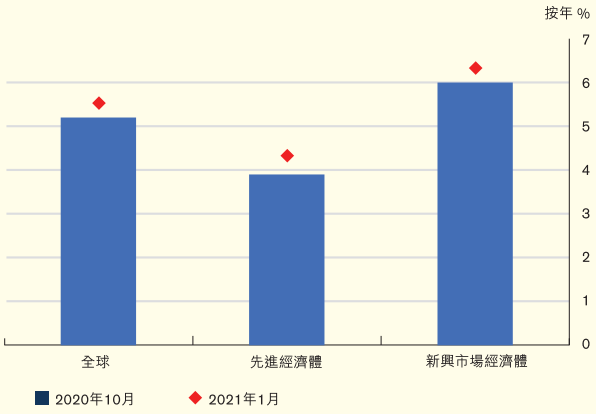
2.1 外圍環境

受惠於經濟重啟所釋放的購買力，主要經濟體在2020年第3季大多錄得較預期好的實質本地生產總值增長。不過，自第4季以來，新型冠狀病毒感染數字再度攀升，促使各地政府恢復封鎖及社交距離措施，全球增長勢頭再次減弱。在2020年年底，傳播力更強的變種病毒浮現，其後更傳播至世界各地，令情況更為嚴峻。

儘管如此，隨著疫苗研發取得突破，以及多種疫苗在2020年年底獲批使用，市場期望疫情最終得以完結，全球經濟將回歸正常並加速增長。另一個支撐全球經濟復甦的動力來自持續的政策刺激措施，包括主要央行在通脹疲弱下承諾「更長期低息」的貨幣政策[3]，以及主要先進經濟體的持續財政寬鬆措施，特別是美國國會在2020年12月及2021年3月通過的財政刺激方案。相應地，國際貨幣基金組織在2021年1月份將2021年全球本地生產總值增長預測上調至5.5%，較2020年10月作出的預測高出0.3個百分點（圖2.1）。

[3] 值得注意的例子包括美國聯儲局在2020年8月採用平均通脹目標框架，容許通脹在一段時間內稍微高於2%；聯儲局在同年12月修訂的前瞻性指引中承諾繼續購買資產，直至就業及通脹方面取得「進一步實質性進展」；以及其他主要央行（例如英倫銀行、澳洲儲備銀行及歐洲央行）在2020年下半年擴大量化寬鬆計劃。

圖2.1
國際貨幣基金組織於2021年1月及2020年10月作出的實質本地生產總值增長預測



資料來源：國際貨幣基金組織。

在此背景下，市場樂觀情緒增強，通常受惠於經濟復甦的周期性行業股價上揚，帶動全球股價及估值在2021年年初升至新高（圖2.2）。

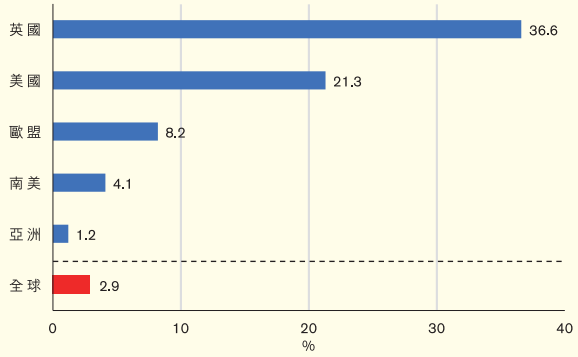
圖2.2
主要股票指數的12個月預估市盈率

資料來源：彭博。

然而，金融市場表現強勁的同時，宏觀經濟形勢仍然充滿挑戰，兩者之間的脫節可能導致資產市場在面臨多重風險下出現波動。

首先，疫情受控的前景取決於疫苗能否廣泛分發，而這尚待觀察。截至2021年3月中，全球整體疫苗接種率仍然偏低（圖2.3）。雖然有全球機制（例如COVAX）促進疫苗更公平分配，但由於疫苗供應有限，較低收入新興市場經濟體疫苗接種率低企的問題料會更為嚴峻。如果疫情控制未如理想，各地可能需要延續社交距離及其他限制措施，進而打擊全球復甦前景。

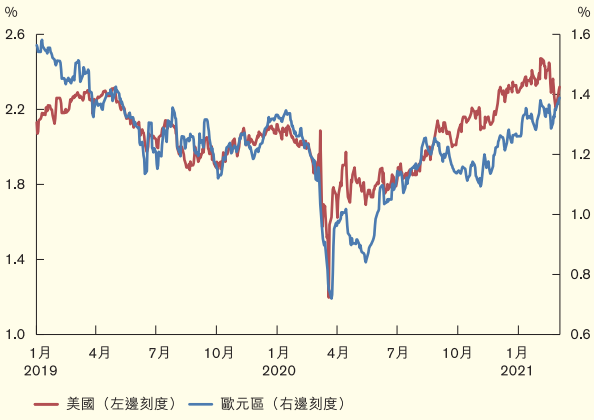
圖2.3
選定經濟體已接種最少一劑疫苗的人口比例（截至2021年3月15日）



資料來源：Our World in Data。

其次，金融市場的反彈是建基於持續的貨幣和財政政策支援，尤其是「更長期低息」的貨幣政策。然而，支援措施存在撤回步伐快於預期的風險。例如，在供應瓶頸、強勁貨幣及流動性增長，以及積極的財政寬鬆政策的多重作用下，美國及歐洲的通脹預期已經升溫（圖2.4）。若未來通脹較預期強勁，央行可能需要縮減貨幣寬鬆政策的規模，而超出預期的通脹數據亦可能導致金融市場更加波動。

圖2.4
美國及歐元區5年／5年通脹掛鈎掉期利率



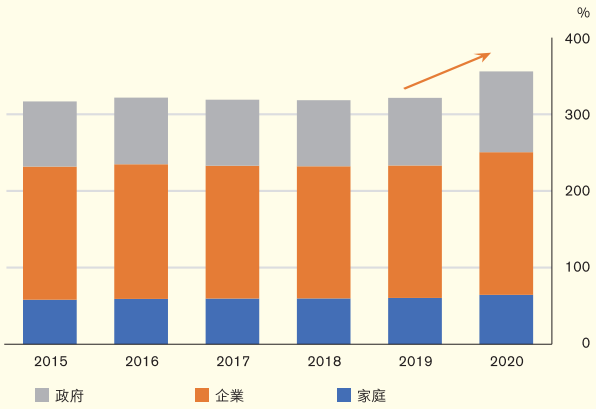
資料來源：Datastream。

第三，未來的中美關係存在顯著的不確定性。中美「脱鈎」浪潮，特別在金融及科技領域方面，自疫情爆發以來有所加劇。而鑑於美國民主共和兩黨對中國內地態度日漸強硬，這種趨勢未必在拜登政府下會有所逆轉。中美局勢倘若意外升溫，或會於未來觸發金融市場動盪。

展望未來，決策者將需要面對是否以及何時撤回抗疫支援措施這個難題。雖然過早撤回相關措施有可能危害經濟復甦，造成「懸崖效應」，但長遠而言這些措施的代價高昂，包括帶來財政負擔，以及延誤疫後必要的資源重新分配，例如讓經營模式已不再可行的「殭屍企業」在繼續獲得政府支援下生存。

此外，決策者亦須應對疫情所遺留下來的諸多問題。其一，由於企業收入下降以及政府支出激增，全球債務水平在2020年大幅上升（圖2.5）。雖然由於全球利率現時處於極低水平，債務急升帶來的問題未必迫在眉睫，但公私營部門持續的債務積累可能會令市場對財政可持續性及金融穩定性產生憂慮。

圖2.5
全球債務佔本地生產總值的比例

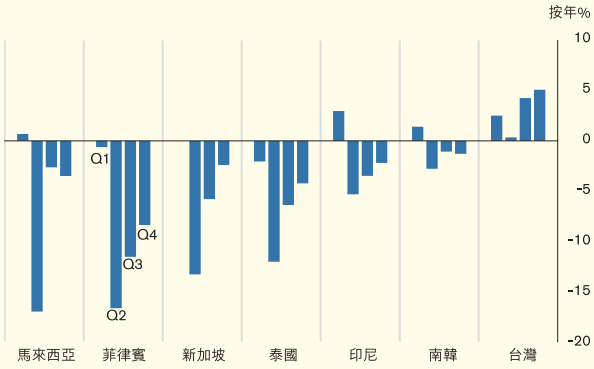


資料來源：國際金融協會。

另一個遺下的問題則涉及疫情可能造成的長期經濟損失或長久創傷。例如，不確定性高企可能令企業減少投資，而長期受失業困擾的工人可能會永久退出勞工市場，導致人力資源大量浪費。

東亞方面[4]，實質本地生產總值增長經歷2020年第2季急跌後於下半年回穩（圖2.6）。經濟復甦的動力主要來自出口回升，當中電子及技術設備的出口需求最為殷切。與此同時，最受重創的服務行業（例如需要與客人面對面接觸的旅遊及消費服務業）繼續處於困境。

圖2.6
東亞：2020年實質本地生產總值增長

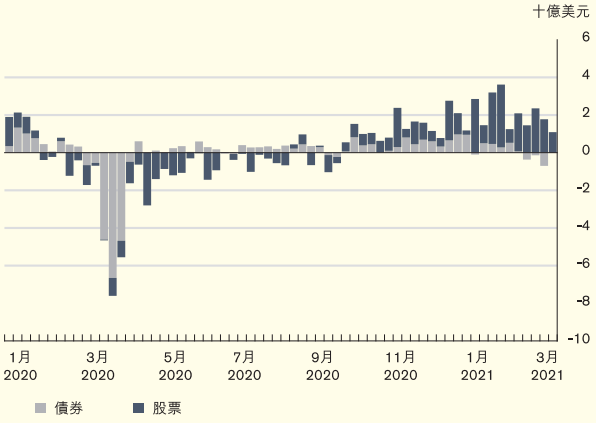


資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

儘管經濟復甦仍存在不明朗因素，證券投資資金已重新流入。自去年下半年起，由於市場情緒改善以及相對於先進經濟體債券更高的收益率，區內吸引更多債券資金流入（圖2.7）。隨著經濟出現復甦跡象以及疫苗生產計劃推出，股票資金於2020年最後一季亦加快流入東亞地區。區內貨幣亦因證券資金流入而相應升值，使彭博摩根大通亞元指數自去年3月的最低位反彈約10%。

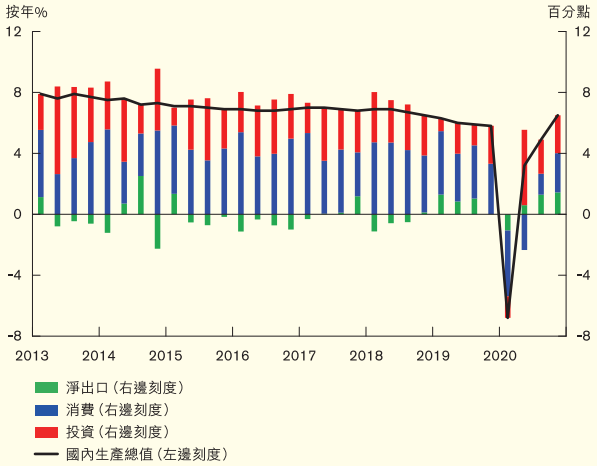
[4] 東亞地區指以下七個經濟體：印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

圖2.7
東亞：證券投資資金流



資料來源：EPFR。

圖2.8
中國內地：各需求組成部份對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

東亞地區繼續面對疫情的持續不明朗因素。首先，雖然疫苗的推出令區內受重創的服務行業及經濟帶來希望，但世界各地對早批疫苗的競爭使採購成本上升，而疫苗分配亦對區內的物流及公共健康能力構成挑戰。因此，區內發展較慢的經濟體可能較先進經濟體更遲實現群體免疫，而各個經濟體之間不均衡的疫苗接種可能會延長封關期限及推遲旅遊相關行業復甦。

其次，由於投資者的樂觀情緒很大程度上受疫苗推出所帶動，如果疫苗接種的進展或成效遠低於預期，當前的資金流入及金融資產價格反彈可能會終結。資金流入驟減或會引發另一波市場動盪。

2.2 中國內地

實體經濟

隨著新型冠狀病毒成功受到控制以及消費逐步回升，內地經濟在2020年下半年快速復甦。同時，受惠於對疫情相關產品（例如醫療用具、高科技產品）的強勁需求，出口亦保持增長（圖2.8）。縱觀2020年，儘管經濟在新型冠狀病毒疫情下遭遇前所未有的衝擊，內地國內生產總值仍錄得2.3%的增長。

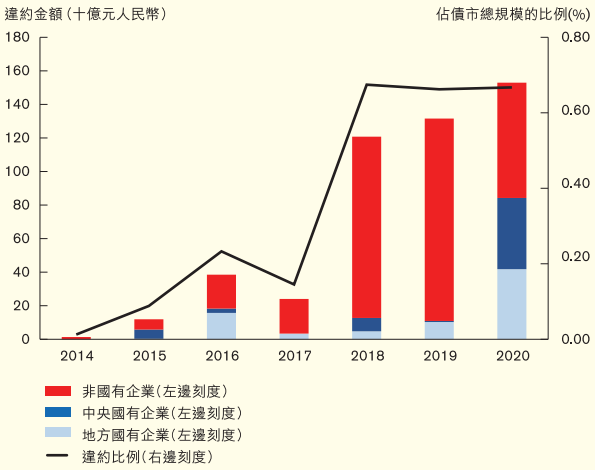
展望未來，最新的共識預測顯示內地經濟在2021年將強勁增長8.4%，其中私人消費有望成為經濟增長的主要動力。然而，經濟能否持續復甦，在一定程度上仍需取決於疫情的發展。儘管內地的工業生產活動已經正常化，但隨著北部幾個省份再次出現疫情，服務行業仍受到部分干擾。外圍環境而言，儘管出口在2020年下半年恢復增長，但由於大部分發達經濟體爆發新一輪疫情，全球需求仍存在不確定性。此外，中美緊張的局勢亦未必會在短期內緩和，但早前簽訂的《區域全面經濟夥伴關係協定》及已達成協議的《中歐全面投資協定》有助中國與其他經濟體進一步融合，或能部分抵消中美脫鈎對經濟復甦的不利影響。

考慮到經濟前景仍充滿不確定性，政府在2020年12月的中央經濟工作會議上宣佈，現有的政策立場於2021年不會發生重大變化，以支持經濟增長，並同時強調控制系統性風險的重要性，例如保持宏觀槓桿的穩定性及地方政府債務的可持續性。此外，最新的政府工作報告將2021年的增長目標設定為6%以上。長遠而言，「十四五」規劃把科技自立自強及雙循環等定為優先發展方向，以期人均國內生產總值在2035年達到中等發達國家水平。

資產及信貸市場

新型冠狀病毒爆發對發債企業還款能力的影響似乎並不大，內地債券市場整體違約率在2020年下半年仍然保持在較低水平。不過，由於國有企業債券違約大幅上升，2020年的違約債券總金額有所增加（圖2.9）。雖然國有企業違約上升主要反映中央政府打破國有企業「剛性兑付」的決心以推動更合理的市場風險定價，但部分地方政府財政空間受限亦可能是原因之一，特別是欠發達地區的地方政府。

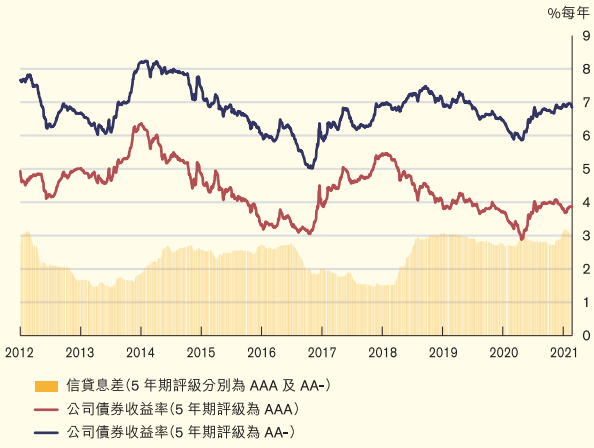
圖2.9
中國內地：在岸債券違約規模及比例



註：同一債券多次違約僅計算一次。
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

2020年下半年，公司發行人的融資成本增加，特別是一些高風險的發行人。儘管經濟持續復甦以及利率逐步正常化在一定程度上導致較低評級發行人的融資成本上升，但2020年最後一季發生幾宗公司違約事件，使信貸息差隨之顯著擴大（圖2.10）。

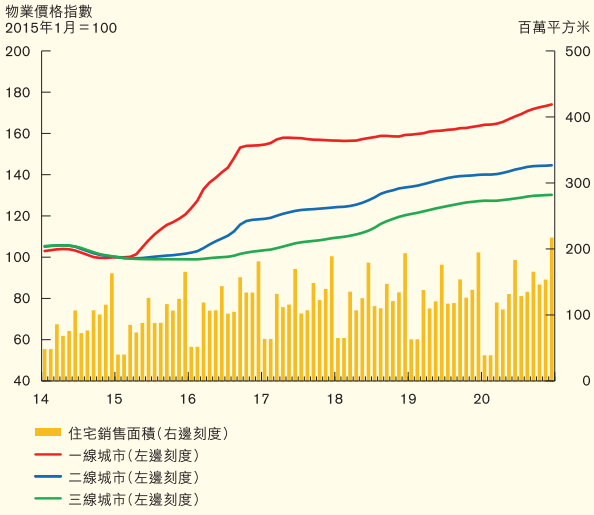
圖2.10
中國內地：5年期公司債券收益率



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

房地產市場方面，內地房價在2020年下半年持續上漲，尤以一線城市為甚。相比之下，較低級別城市的房價上漲速度則要慢得多（圖2.11）。至於前幾年困擾著三線城市的住房供應過剩的問題於2020年基本上受控，部分原因是三線城市在市場情緒高漲的情況下錄得強勁的銷售。截至2020年年底，三線城市的庫存銷售比率維持在13個月左右，遠低於2015年年初31個月的最高位。

圖2.11
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格及銷售面積

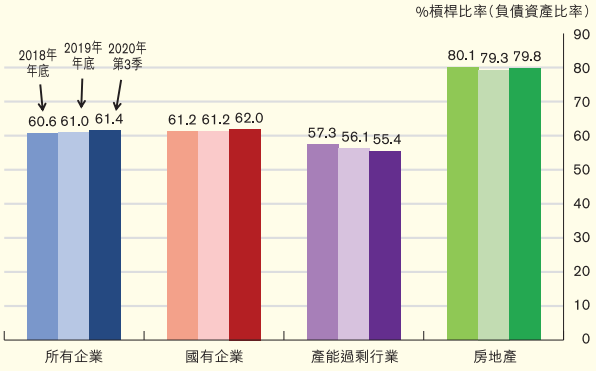


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

為促進房地產市場穩定健康發展，當局在2020年中央經濟工作會議上重申「房住不炒」。鑑於房地產市場在金融穩定中的重要作用，政府收緊房地產開發商的借貸標準（即「三條紅線」），以降低房地產行業的槓桿率。另外，當局亦限制銀行體系對房地產開發商及購房者的風險敞口。預計高槓桿開發商的投地熱情會有所下降，並可能需要調低樓盤售價以促進銷售及改善現金流。

基於上市公司數據的分析表明，儘管房地產行業的槓桿率仍然偏高，但效率較低的借款人（例如在產能過剩行業中的公司）的槓桿率在2020年第三季進一步下降（圖2.12）。

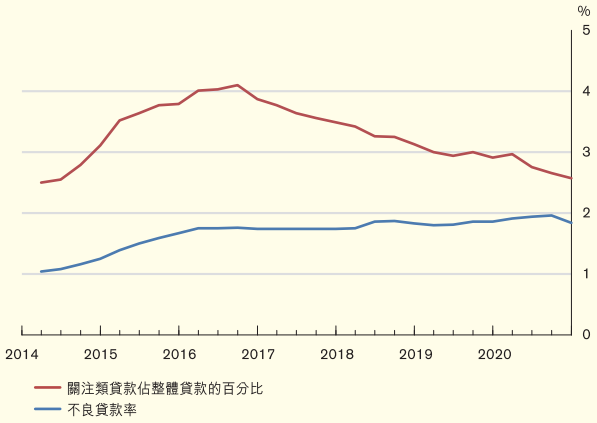
圖2.12
中國內地：國有企業、產能過剩行業企業及房地產企業的槓桿率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

於回顧期內，內地銀行業的整體風險仍然溫和。內地銀行採取謹慎的貸款政策，銀行體系整體不良貸款率繼續維持在2%以下。不良貸款率由2019年年底的1.86%稍微跌至2020年年底的1.84%。此外，關注類貸款佔銀行貸款總額的比重亦於同期輕微跌至2.6%（圖2.13）。

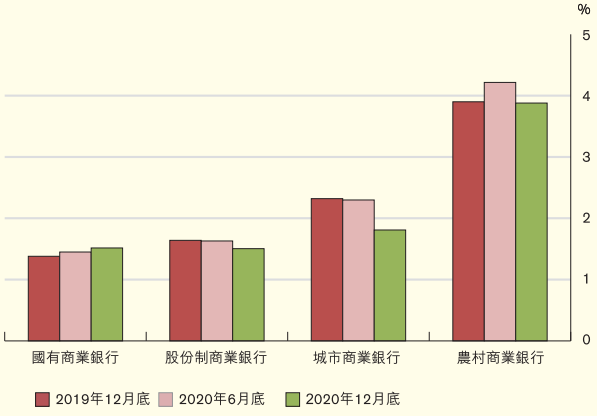
圖2.13
中國內地：銀行的不良貸款率及關注類貸款比率



資料來源：CEIC。

不過，小型銀行面臨一定的資產質素壓力，部分原因是在嚴峻的經濟環境下，規模較小的公司借款人的還款能力下降。其中，農村商業銀行的不良貸款率於2020年維持接近4%的較高水平（圖2.14）。儘管大量的不良貸款處置[5]在一定程度上有助紓緩小型銀行所面臨的資產質素壓力，但亦令到資本充足率受壓。為補充資本，內地規模較小的銀行在2020年加速永續債及二級資本債的發行。

圖2.14
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率

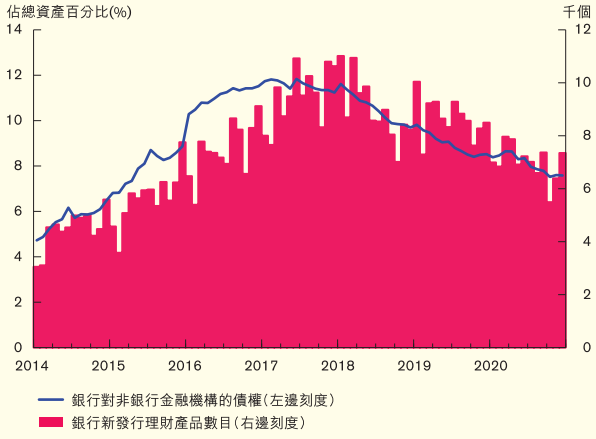


資料來源：CEIC。

[5] 根據中國銀行保險監督管理委員會的數據，2020年前三季，內地商業銀行的不良貸款處置總額達1.7萬億元人民幣，較2019年同期增加約0.3萬億元人民幣。

於回顧期內，由於政府努力控制金融風險，非正式貸款繼續受限。銀行對非銀行金融機構的債權在銀行資產總額中的比重由前一年的8.5%進一步下跌至2020年下半年的7.6%。銀行理財產品的發行數目亦有所下降（圖2.15）。

圖2.15
中國內地：銀行對非銀行金融機構的債權佔銀行資產總額的比重及新發行理財產品數目

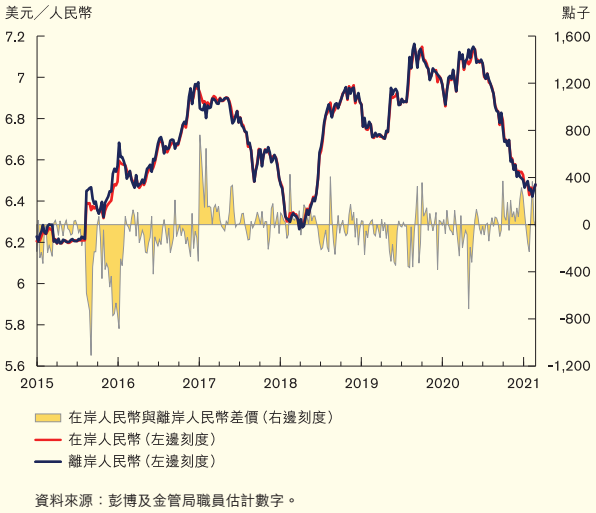


資料來源：Wind。

匯率及跨境資本流動

經過數月的貶值，在岸人民幣於2020年下半年反彈並走強，原因包括經濟復甦加快、美元疲軟以及中國主權債券收益率相對較高等（圖2.16）。伴隨著人民幣於回顧期末的升值，離岸人民幣匯率亦相對在岸人民幣走強。隨著外匯市場趨於穩定，逆周期因子及外匯風險準備金率逐漸淡出。彭博提供的2021年第2季人民幣兌美元匯率的共識預測亦由2020年6月的7.04修訂至2021年3月3日的6.45。

圖2.16
中國內地：在岸及離岸人民幣兌美元匯率

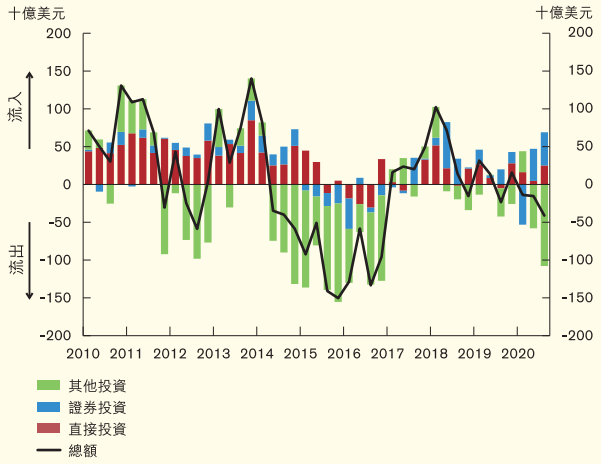


資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

人民幣匯率波動一直是政策的關注點。專題1研究近年來人民幣匯率波動的驅動因素，並發現與中美貿易緊張時期的情況不同，在新型冠狀病毒疫情下，國內供給及全球衝擊等基本因素而非市場情緒在推動人民幣匯率波動方面發揮了更為重要的作用（詳情請參閱專題1）。

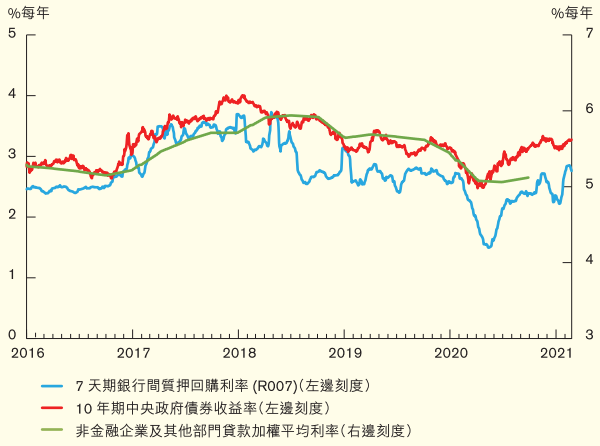
於回顧期內，資本外流壓力大致受控，外匯儲備基本維持在3萬億美元以上。最新的國際收支平衡統計數字顯示，由於居民持有的外幣及存款增加以及對非居民的貸款增加，2020年第3季出現淨流出，不過直接投資及證券投資均錄得強勁淨流入，特別是隨著中國債券被納入主要債券指數（例如彭博巴克萊全球綜合指數），內地市場吸引了強勁的債券投資流入（圖2.17）。

圖2.17
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資金流動



資料來源：CEIC、國家外匯管理局及金管局職員估計數字

圖2.18
中國內地：主要市場利率



資料來源：CEIC、中國人民銀行及金管局職員估計數字。

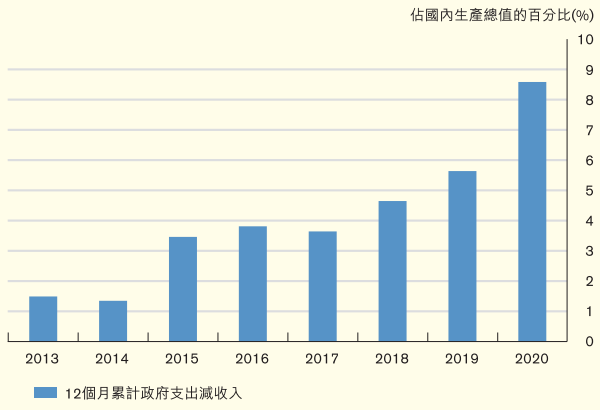
展望未來，跨境資金流動可能持續波動。一方面，疫情發展以及中美局勢在短期內仍然存在不明朗因素，或會影響市場情緒。另一方面，持續的經濟復甦和內地金融市場的進一步開放可以繼續吸引更多外國投資。事實上，香港交易所的債券通及滬／深港通數據顯示，2020年年底有大量的北向資金淨流入內地市場。

貨幣及財政政策

在貨幣政策方面，中國人民銀行保持審慎的政策立場，並採取具針對性的措施降低實體經濟的融資成本。因此，雖然隨著利率正常化以及銀行間回購利率上升，銀行向非金融部門提供的加權平均貸款利率於2020年第3季略有上升(圖2.18)，但面向小微企業的平均銀行貸款利率按年下降0.82個百分點至2020年的5.88%。

財政政策方面，政府繼續採取積極的政策立場。在受新型冠狀病毒爆發的衝擊以及政府致力減輕實體經濟稅費負擔的背景下，政府一般公共預算和政府性基金的支出與收入的12個月累計缺口繼2019年上升至佔國內生產總值的5.6%後，於2020年進一步擴闊至8.6%(圖2.19)。

圖2.19
中國內地：政府支出與收入的缺口

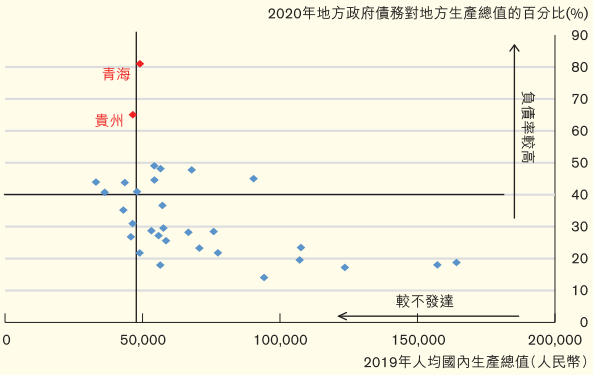


資料來源：CEIC、財政部及金管局職員估計數字。

為籌集資金滿足政府開支需要，特別是基建項目的開支，地方政府於2020年加快債券發行。其中，2020年新發行的地方政府一般債券及專項債券約為4.6萬億元人民幣，而2019年則約為3.0萬億元人民幣。在債券發行加速的情況下，地方政府債務餘額按年增長20%至2020年年底的26萬億元人民幣，而2019年的增長率為15%。

雖然地方政府債券發行規模迅速增長，地方政府債務的整體風險仍大致可控，由於地方政府債務對國內生產總值的比率仍處於較低水平（於2020年年底約為26%）。然而，個別地方政府的債務對地方生產總值的比率較高且經濟基本面較弱，加上新的房地產市場調控政策令土地銷售收入增加不確定性，或會面臨再融資壓力（圖2.20）。

圖2.20
中國內地：按省份劃分的地方政府債務對地方生產總值的比率及人均生產總值



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

專題1
剖析人民幣匯率波動

引言

人民幣兑美元匯率的波動自2015年人民幣匯率改革以來顯著增加(圖B1.1)。人民幣匯率波動的增加引發了一定的市場憂慮，例如匯率震盪對經濟及金融穩定的潛在影響，特別是當人民幣於市場受壓時期易受負面情緒影響而貶值。本專題透過結構向量自回歸(SVAR)模型剖析人民幣匯市壓力，從而辨識人民幣匯率波動的原因[6]。

圖B1.1
人民幣兑美元的匯率波動

資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

方法與數據

SVAR模型能夠把相互獨立的結構衝擊辨識出來。一個VAR(p)模型的結構形式可表示如下：

$$\boldsymbol{A}\boldsymbol{y}_t = \boldsymbol{\beta}_0 + \boldsymbol{\beta}_1\boldsymbol{y}_{t-1} + \cdots + \boldsymbol{\beta}_p\boldsymbol{y}_{t-p} + \boldsymbol{u}_t,$$

其中向量$\boldsymbol{u}_t$為結構衝擊。結構衝擊無法直接觀察到，但可透過一系列基於理論的識別限制而獲得。

與Forbes等人(2018)相似，我們的SVAR模型辨識六類衝擊：(1)國內供給衝擊(例如生產力變化)；(2)國內需求衝擊(例如財政刺激)；(3)貨幣衝擊(例如政策利率變化)；(4)市場情緒衝擊；(5)全球持續性衝擊(例如全球生產力衝擊)；及(6)全球暫時性衝擊(例如國外股市波動)。上述衝擊被研究人員普遍認為是推動匯率波動的重要因素，而且其覆蓋範圍足以用於政策分析。

SVAR模型所用的變數於表B1.1列出，相關識別限制與Forbes等人(2018)大致相同，但略有調整[7]。例如，我們假設正面的市場情緒衝擊及正面的國內供給衝擊皆會導致人民幣升值[8]。

表B1.1
變數及資料來源

變數類別	變數名稱	單位	資料來源
國內產出	中國製造業採購經理指數	按月%	國家統計局
國內價格	中國居民消費價格指數	按月%	國家統計局
利率	七天回購利率	一階差分，按月百分點	全國銀行間同業拆借中心
匯率	匯市壓力	按月%	中國外匯交易中心及金管局職員計算數字
國內出口	中國內地出口量	按年%[9]	中國海關
國外價格	美國出口價格	按月%	美國勞工統計局

考慮到人民幣並非自由浮動以及人民幣所面對的市場壓力部分反映在內地外匯儲備變化當中，本研究專注於人民幣匯市壓力而非名義匯率。人民幣匯市壓力可表示如下：

$$EMP_t = \omega_e \Delta e_t + \omega_R \frac{\Delta R_t}{M1_t},$$

[6] 有關匯市壓力的討論，可參閱Patnaik等人(2017)、Goldberg及Krogstrup (2019)。匯市壓力在本項研究中的具體定義於下一部份介紹。

[7] 主要分別在於，中國內地是大型經濟體，有別於Forbes等人(2018)研究的小型開放經濟體，所以我們的模型允許國內供給及需求衝擊在短期內影響國外價格。施加識別限制的算法基於Binning (2013)。

[8] 正面的供給衝擊被視為經濟顯著改善的標誌，因此被設定為會導致貨幣升值。至於其他四類衝擊，我們傾向於由數據決定匯率的變動方向。儘管如此，我們的事前預期是，正面的需求衝擊及貨幣緊縮會令匯率走強。

[9] 雖然出口增長率通常使用按年形式，但我們的研究結果在使用按月形式(經季節性調整)時依然成立。

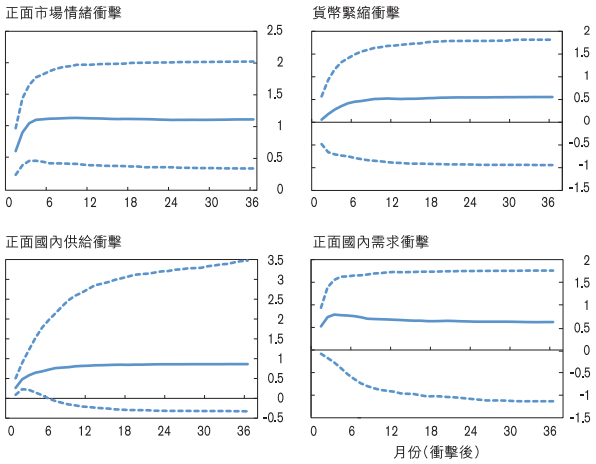
其中 Δe_t 是人民幣兌美元名義匯率的每月變動，而 $\frac{\Delta R_t}{M1_t}$ 是官方儲備的每月變動（剔除外匯估值效應[10]）對狹義貨幣供應量的比例。匯市壓力數值增加表明人民幣的升值壓力增加。遵循文獻中的慣例，本項研究假設權重 ω_e 及 ω_R 相等，但研究結果在使用替代權重時亦成立[11]。

實證結果及政策啟示

我們首先透過衝擊反應函數(IRF)觀察人民幣匯市壓力對結構性衝擊有何反應，以及相關反應是否符合預期。

圖表B1.2列出IRF的主要結果。其中，雖然人民幣匯市壓力對市場情緒衝擊的反應最為迅速及強勁，但影響亦很快消失（亦即累積衝擊反應趨於平穩）。匯市壓力對貨幣緊縮衝擊的反應平均為正。匯市壓力對供給衝擊的反應在短期內弱於對需求衝擊的反應，但衝擊效應的持續時間更長。全球衝擊整體而言對匯市壓力的影響有限（為簡單起見，圖表未有顯示）[12]。

圖B1.2
人民幣匯市壓力對結構性衝擊的累積衝擊反應



註：衝擊反應的中位數以實線表示。68%置信區間的臨界值則以虛線表示。

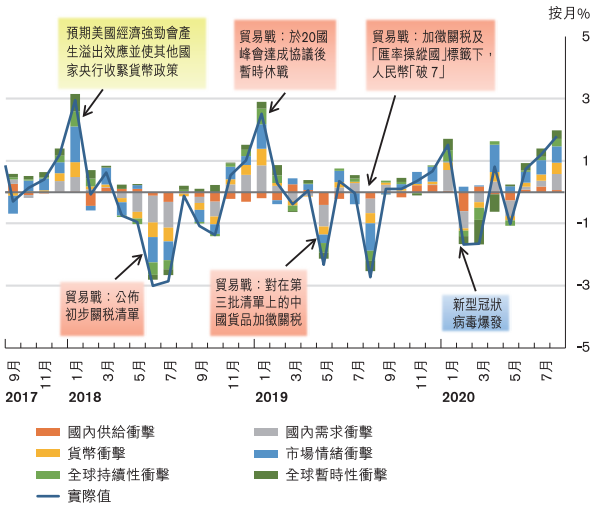
圖B1.3顯示人民幣匯市壓力波動的歷史分解。從圖中可見，人民幣匯市壓力的變動往往在不同時期由不同類型的衝擊主導。其中一個重要的觀察結果是，人民幣近期在新型冠狀病毒爆發期間發生的幾次貶值的主要原因有別於此前幾次的貶值時期，例如2019年8月由貿易戰引發的貶值。具體而言，在貿易戰期間，市場情緒似乎是導致人民幣貶值的主要因素，而在2020年上半年，負面的國內衝擊及全球衝擊似乎發揮更為重要的作用，原因可能與國內嚴格的抗疫措施及其後全球疫情爆發有關。整體而言，中國內地在疫情爆發後迅速控制了病毒蔓延，使得市場情緒於2020年全年保持良好。

10 外匯估值效應反映外匯匯率變動導致的外匯儲備賬面價值（以美元計）變化。

11 在穩健性檢驗中，我們選擇替代權重（與Kaminsky及Reinhart (1999)類似），以便兩個組成部份在(1)整個樣本及(2)每年中的波動率相同。

12 對於某些衝擊反應，尤其是事前識別限制極少的衝擊，置信區間往往較闊。例如，兩項全球衝擊的置信區間最闊，很可能是因為識別限制極少所致。不過，對於情緒衝擊及供給衝擊的詮釋在68%的置信區間上較為穩健。

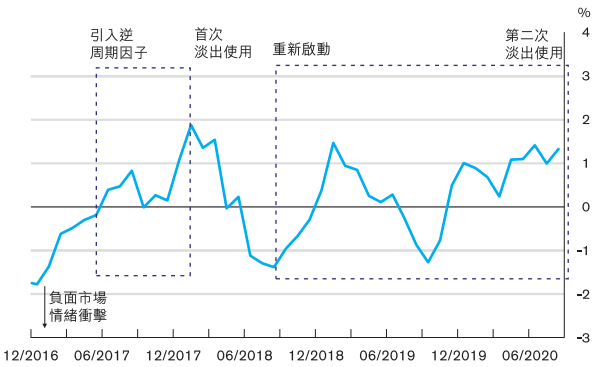
圖B1.3
人民幣匯市壓力波動的歷史分解



註： 圖中所示為六類衝擊對人民幣匯市壓力每月變動的影響。所示結果是SVAR估算所得的1000次歷史分解的平均值。

如圖B1.4所示，我們的分析亦表明中國人民銀行啟用人民幣中間價報價機制中的逆周期因子有助穩定市場情緒。上述結論與中國人民銀行的評估一致，亦即逆周期因子可對沖市場情緒的順周期波動，緩解外匯市場的「羊群效應」，從而促進市場行為更加理性。[13]

圖B1.4
市場情緒衝擊與中國人民銀行的逆周期因子



結語

本專題研究各類衝擊如何影響人民幣匯率市場波動。研究結果表明，負面的市場情緒衝擊在2018年及2019年貿易戰期間是導致人民幣貶值的主要因素，而負面的供給衝擊及負面的全球衝擊等基本因素是導致人民幣在新型冠狀病毒疫情期間貶值的主要因素。無論在何種情況下，過往經驗都表明逆周期因子有助對沖順周期市場情緒，從而減少對金融穩定的潛在影響。

參考文獻

Binning, Andrew. "Underidentified SVAR models: A framework for combining short and long-run restrictions with sign-restrictions." *Working Paper 2013/14, Norges Bank* (2013).

Forbes, Kristin, Ida Hjortsoe, and Tsvetelina Nenova. "The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through." *Journal of International Economics* 114 (2018): 255–275.

Goldberg, Linda S., and Signe Krogstrup. *International capital flow pressures*. National Bureau of Economic Research, 2018.

Kaminsky, Graciela L., and Carmen M. Reinhart. "The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems." *American Economic Review* 89.3 (1999): 473–500.

Patnaik, Ila, Joshua Felman, and Ajay Shah. "An exchange market pressure measure for cross country analysis." *Journal of International Money and Finance* 73 (2017): 62–77.

[13] 請參閱2017年第二季度中國貨幣政策執行報告。

3. 本港經濟

雖然實質本地生產總值仍遠低於疫情前的水平，但隨著本地需求回升以及貨物出口進一步擴大，香港經濟在2020年下半年有所改善。憧憬新型冠狀病毒疫苗接種令經濟活動回復正常，本港經濟繼2020年錄得有紀錄以來最嚴重的收縮之後，可望在2021年回復增長。然而，經濟復甦的力度及步伐受疫情發展以及疫苗推出進度和成效等眾多不明朗因素影響。鑑於疫苗廣泛接種需時，本港經濟在2021年年初仍將面臨很大的挑戰。因此，預計勞工市場在短期內將繼續受壓，本地通脹壓力則保持輕微。

3.1 實體經濟活動

香港經濟在2020年下半年有所改善（表3.A），但經濟活動仍遠低於疫情爆發前的水平。實質本地生產總值的按年下跌幅度在第3季收窄至3.6%，並在第4季進一步至3.0%。然而，2020年全年合計，實質本地生產總值下跌6.1%，為有紀錄以來最大的跌幅，亦是繼2019年收縮1.2%之後，歷史上首次錄得連續兩年下跌。不同行業的本地生產總值最新數據亦顯示，絕大部分行業的經濟活動於最近幾季均錄得按年下跌，而消費及旅遊相關行業的收縮幅度較整體經濟更差。

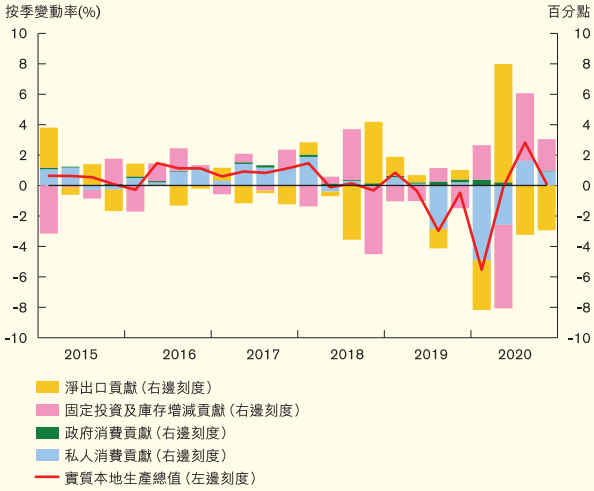
表3.A
實質本地生產總值增長

		按年增長率(%)	經季節因素調整的按季增長率(%)
2019	第1季	0.7	0.8
	第2季	0.4	-0.3
	第3季	-2.8	-3.0
	第4季	-3.0	-0.4
2020	第1季	-9.1	-5.6
	第2季	-9.0	-0.1
	第3季	-3.6	2.7
	第4季	-3.0	0.2

資料來源：政府統計處。

按季比較，實質本地生產總值自2020年第3季起開始回升，結束此前連續五個季度的跌勢（表3.A及圖3.1）。本地私人消費在第3季及第4季回復正增長，然而在本地第三波及第四波疫情下，當局重新實施社交距離措施，消費者信心仍然疲弱。[14] 隨著營商氣氛短暫回暖，整體投資支出在下半年亦有所增長。[15] 部分受惠於出口（尤其是對中國內地的出口）表現轉強，香港的貨物貿易進一步擴張（圖3.2）。由於全球旅遊業仍處於停滯狀態，服務貿易仍然疲弱。整體而言，淨進口（貿易逆差）在下半年拖低本地生產總值，部分反映貨物出口的回升速度較入口為慢。

圖3.1
實質本地生產總值增長率及主要開支項目的貢獻

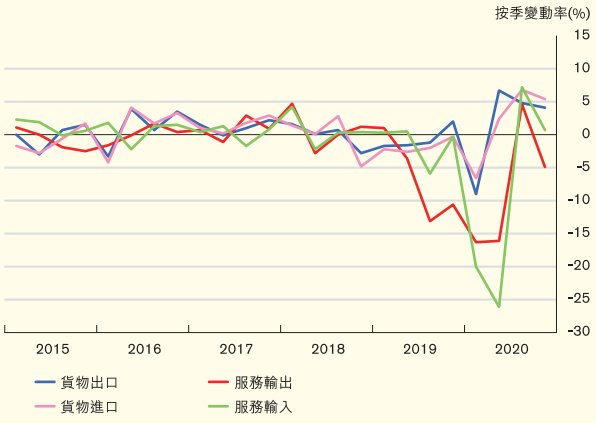


註：增長率已經季節性調整。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

14 香港城市大學編製的消費者信心指數在第3季輕微下跌至57.4，是有紀錄以來的第三低，並於第4季維持在64.1的低位。

15 採購經理指數自2018年4月以來一直處於收縮區間（低於50），但隨著本地第三波疫情回穩，指數在2020年11月一度升至50.1，其後在2020年12月因第四波疫情再度跌至43.5。

圖 3.2
實質進出口



註：增長率已經季節性調整。
資料來源：政府統計處。

政府為應對持續的疫情，在2020年9月至12月期間再推出兩輪（第三輪及第四輪）合共304億元的防疫抗疫基金，以幫助受疫情影響的行業及市民，並提升香港的抗疫能力。[16] 政府亦在最近的2021/22年度財政預算案中公布額外的逆周期措施以提振經濟，包括發放一次性5,000港元的電子消費券和為失業人士提供百分百擔保個人特惠貸款。[17] 金管局亦聯同「銀行業中小企貸款協調機制」於2021年3月宣布「預先批核還息不還本」計劃再延長至同年10月，並宣布延長該計劃下貿易融資貸款還款期。預計這些展期措施有助紓緩部分企業客戶所面對的資金周轉困難。

新型冠狀病毒疫苗有望令經濟活動回復正常，預計香港經濟將在2021年（全年合計）重拾正增長，但經濟復甦的力度及步伐受疫情發展以及疫苗推出進度和成效等眾多不明朗因素影響。鑑於疫苗的廣泛接種需時，本地經濟在2021年早段仍將面臨很大的挑戰。外圍因素方面，預計內地經濟將進一步轉強，可為香港的貨物及服務出口提供支撐，而其他主要經濟體的復甦步伐將視乎其大型疫苗接種計劃的成效，從而影響香港的貨物貿易及訪港旅遊業。政府預測2021年全年實質本地生產總值增長介乎3.5–5.5%之間，而國際機構及私營機構分析師的增長預測平均為4.4%。

3.2 勞工市場狀況

勞工市場狀況在2020年下半年及2021年年初進一步惡化。經季節性調整的失業率在2021年2月進一步攀升至7.2%，是17年來的高位（圖3.3）。[18] 就業不足率亦升至4.0%，為沙士疫情後的高位。總就業人數跌至低位後回穩（圖3.3），而政府數字顯示職位空缺數目持續下跌。反映勞工收入的就業人士名義平均薪金指數在2020年第3季增速放緩至2.0%，為近11年來最低。政府為應對持續惡化的勞工市場狀況，在第二輪防疫抗疫基金下推出「保就業」計劃，向僱主提供有時限（2020年6月至11月）的工資補貼，協助他們保留員工。[19]「保就業」計劃結束後，政府在第三輪及第四輪防疫抗疫基金下推出其他針對性措施（例如一筆過津貼），以進一步支援受疫情重創的行業。短期而言，由於經濟狀況疲弱，預計勞工市場仍將受壓。專題2探討訪港旅遊業的興衰對本地勞工市場的潛在影響。

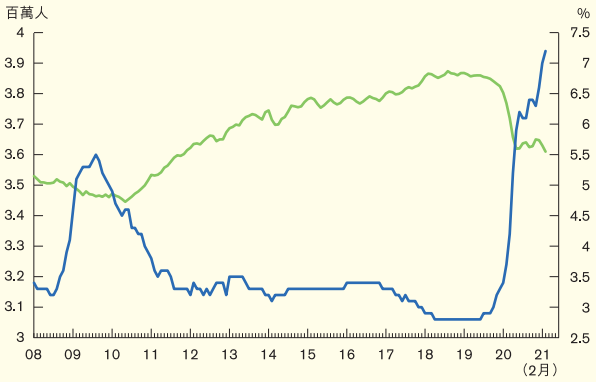
16 相關措施包括購買疫苗，以及向電影院、美容院以及體育和娛樂場所等受新型冠狀病毒疫情重創並暫停營運的行業及人士發放一筆過津貼。

17 其他一次性措施包括寬減100%薪俸稅和利得稅（設上限）、補貼每個電力住宅用戶戶口1,000港元、寬減住宅物業和非住宅物業差餉，以及在「創造職位計劃」下開設臨時職位。

18 其中，零售、住宿服務及餐飲服務行業的失業率在2020年9月分別一度飆升至9.3%、10.1%及15.2%，是2003年沙士後的最高紀錄。部分反映國泰航空公司大規模裁員，運輸業的失業率在2020年10月飆升至6.2%，並在2021年1月及2月進一步升至6.9%，是17年來的高位。

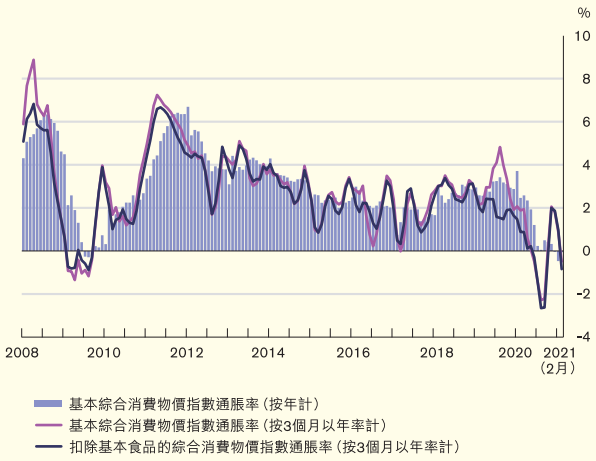
19 「保就業」計劃向合資格的僱主提供的工資補貼按僱主於指定月份向每名一般僱員支付的實際工資的50%計算，工資上限為每月18,000港元（即最高補貼額為每名僱員每月9,000港元）。工資補貼分兩期發放，用以支付僱員在2020年6月至11月的工資。參加「保就業」計劃的僱主須承諾在接受政府工資補貼期間不會裁員及會把政府工資補貼全數金額用於僱員工資。

圖3.3
勞工市場狀況



資料來源：政府統計處。

圖3.4
反映消費物價通脹的不同指標

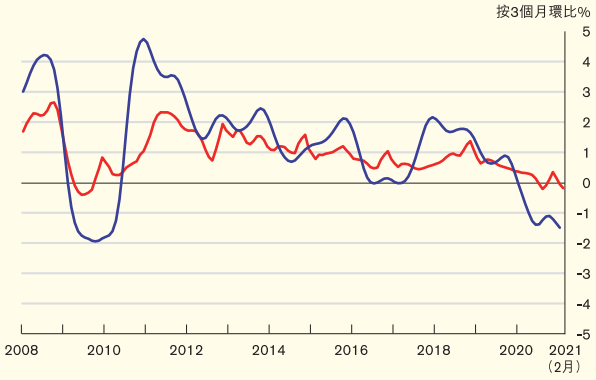


資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

3.3 通脹

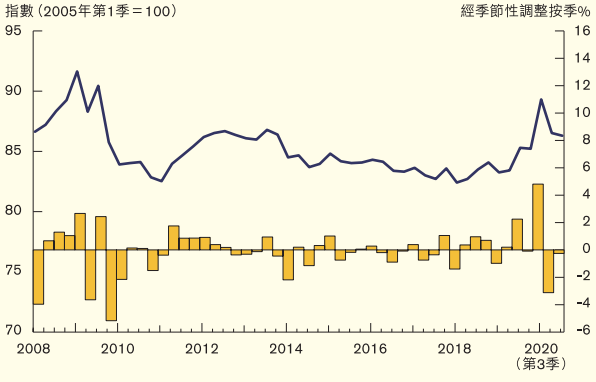
本地通脹壓力在2020年中至2021年2月的八個月內持續減弱。基本消費物價通脹率在2020年第3季及第4季按年分別顯著下降至0.3%及0.2%，在2021年1月及2月更分別跌至-0.5%及-0.1%(圖3.4)。[20]反映通脹動力的按3個月以年率計的基本通脹率在最近幾個月雖然略有波動，但亦保持在較低水平。具體而言，基本食品的價格壓力有所緩和，出外用餐的費用明顯減少，反映更多餐廳在堂食服務受限制期間提供外賣優惠。其他貿易商品(例如耐用品)的價格壓力保持溫和。服務方面，隨著私人住宅租金整固，綜合消費物價指數的租金部分仍然疲軟(圖3.5)。最近幾個季度的勞工成本壓力也有所放緩(圖3.6)。

圖3.5
綜合消費物價指數租金項目及市場租金



資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

圖3.6
單位勞工成本



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

[20] 若將政府相關一次性紓困措施的影響考慮在內，整體通脹率於2020年7月至12月期間按年計亦轉為負值。

由於全球及本地經濟狀況仍然充滿挑戰，短期內本港通脹壓力應將保持輕微。特別是受早前新簽訂的私人住宅租金增長放緩影響，本地通脹將繼續受遏抑。市場共識預測2021年的整體通脹率處於1.4%的溫和水平，而政府則預測2021年的基本通脹率為1%，整體通脹率為1.6%。

專題2
訪港旅遊業興衰對勞工市場的影響

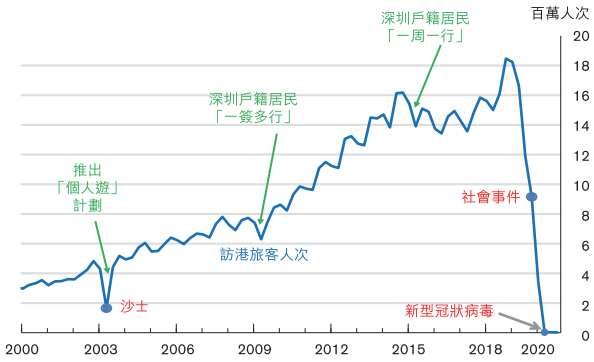
引言

隨著新型冠狀病毒疫情肆虐，訪港旅遊業迅速陷入蕭條，市場憂慮這場危機對日後勞工市場的復甦會造成創傷效應。為此，本專題實證分析訪港旅遊業興旺對本港勞工市場的影響，借此探討當前旅遊業蕭條的潛在影響。

歷年的訪港旅遊業情況

自2000年以來，訪港旅遊業曾經歷大起大落（圖B2.1）。具體而言，訪港旅客人數在2003年沙士（嚴重急性呼吸系統綜合症）疫情期間有所減少。自同年7月「個人遊」計劃（自由行）推出後，旅客人數開始激增。按最初的自由行計劃，內地居民可以個人身份申請每年一至兩次，每次逗留不超過7天的訪港行程。[21] 自由行計劃由2009年4月起有所擴展，允許持有深圳戶籍的合資格居民申請一年多次訪港的「個人遊」簽證（一簽多行）。[22] 自此，內地旅客人數大幅增加。在往來中國內地的新跨境基建推動下，訪港旅客人數於2018年底至2019年初達到歷史新高的水平。[23] 之後的本地社會事件令2019年下半年的旅客人數減少一半，而在新型冠狀病毒疫情下，訪港旅遊業更自2020年1月底以來處於停滯狀態。

圖B2.1
旅客人數及相關政策



註：旅客人數為季度數字。
資料來源：政府統計處及香港旅遊發展局。

訪港旅遊業興旺對勞工市場的影響

我們以自由行計劃帶來的旅遊業興旺為例，探討訪港旅遊業對本地就業及收入的影響。我們認為在2003年推出的自由行計劃類似一種隨機的經濟衝擊，因為它在時間上近乎外生，並且本港市民無法預計其推出。我們的主要分析資料來自香港人口普查或中期人口統計中的人口數據。具體而言，我們使用1996年、2001年、2006年、2011年及2016年人口普查或中期人口統計中的5%樣本。此外，我們亦將旅遊相關行業定義為飲食、零售、酒店及運輸行業。[24]

(i) 對就業的影響

首先，我們採用「雙重差分法」(difference-in-differences)作分析框架[25]，比較屬於「處理組」(treatment group)的年輕勞工（20-40歲）與屬於「對照組」(comparison group)的年長勞工（41-65歲）在

21 在此之前，內地居民只可以持商務簽證或參加旅行團來香港。

22 另外需要注意的是由於香港面對旅客承載能力及水貨等問題，「一簽多行」計劃於2015年4月被調整為「一周一行」。

23 廣深港高速鐵路於2018年9月23日啟用，而港珠澳大橋則於2018年10月24日啟用。

24 由於人口統計數據分類中並未單獨列出旅遊業，因此我們採用飲食、零售、酒店及運輸行業整體作為代理指標。這些行業在過去二十年與訪港旅遊的興旺息息相關，因此我們認為採用這些行業為旅遊相關行業是合理的做法。

25 具體而言，因變數是一個虛擬變數，如果某人受僱於旅遊相關行業，該虛擬變數等於1，否則為零。主要的自變數是一個交互作用項，顯示個人是否屬於20-40歲的年齡組別以及是否在實施自由行計劃之前或之後入職。其他控制變數包括性別、職業、教育程度、潛在經驗，時間趨勢等。

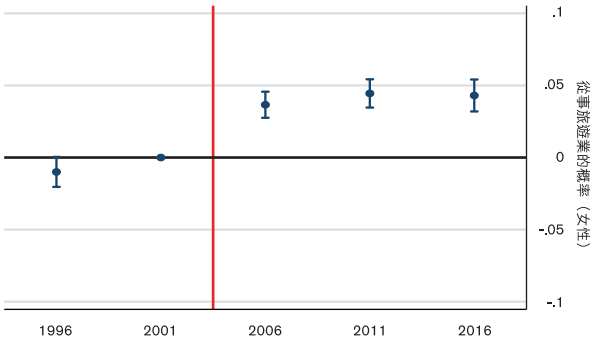
實施自由行計劃前後的就業結果的差異。我們將較年輕的群組歸入「處理組」，是因為他們仍處於事業初期，可以因應訪港旅遊業的外生增長更靈活地對其就業抉擇作重大改變。[26] 由於自由行計劃帶來的旅遊業興旺對勞工市場的影響可隨時間改變，因此我們亦採用「事件研究法」(event study) 以識別隨時間變化的效應。

我們的實證研究結果顯示，與較年長的群組相比，年輕勞工（尤其是女性及只有中學程度的勞工）在自由行計劃實施之後更有可能投身與旅遊相關的行業。其中，自由行計劃對年輕女性從事旅遊相關行業的概率影響尤為顯著及持續，由2006年開始一直保持在接近5個百分點的水平（與較年長群組的入職概率的平均差異而言）（圖B2.2）。

(ii) 對主要職業收入的影響

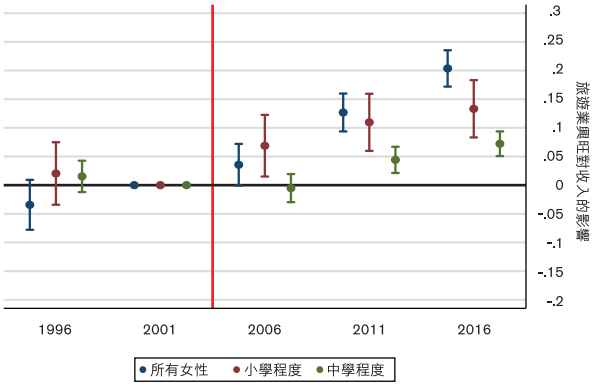
我們亦使用類似的方法將從事旅遊相關行業（處理組）與非旅遊相關行業（對照組）的收入作比較。估算結果顯示，在實施自由行計劃之後，從事旅遊相關行業的勞工的收入增長高於從事非旅遊相關行業的僱員。此外，對比從事其他行業的同類僱員，任職旅遊相關行業的女性勞工及較低學歷勞工的收入增幅更高並呈上升趨勢（3-20個百分點）（圖B2.3）。

圖B2.2
自由行計劃對女性就業的影響



註： 上圖顯示就自由行計劃對旅遊相關行業的就業概率的影響的事件研究估算，亦刻畫95%置信區間。紅色垂直線表示2003年自由行計劃的實施（事件）。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖B2.3
自由行計劃對女性及低學歷勞工的收入的影響



註： 上圖顯示就自由行計劃對收入的影響作事件研究估算。藍點顯示以所有女性勞工樣本作分析的模型所得的係數，紅點表示小學程度的所有勞工，綠點表示中學程度的所有勞工。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

(iii) 研究意義

上述結果與國際經驗大致相符，揭示旅遊業是重要的就業來源，尤其是對於年輕人、女性及較低學歷的勞工而言。就香港的情況而言，我們的研究結果亦與以前的分析結果相符[27]，亦即訪港旅遊業的強勁增長令市場對較低技術勞工的需求增加，改善了較低技術階層勞工市場的穩健性。隨著訪港旅遊業由興旺跌落低谷，這些勞工群組可能更受影響，值得密切監察。

結語

訪港旅遊業在自由行計劃的帶動下經歷了前所未有的蓬勃發展，更多年輕勞工（尤其是女性及只有中學程度的勞工）投身旅遊相關行業。此外，對比從事其他行業的同類僱員，任職旅遊相關行業的女性及低學歷人士的勞工收入增幅更高並持續上升（3-20個百分點）。因此，在當前旅遊業蕭條的情況下，這些勞工組別可能更受影響，值得密切監察。另一方面，新型冠狀病毒疫情可能會對全球旅遊及商務出行造成創傷效應，影響未來幾年的失業率。例如，行為改變（例如較高程度的風險規避、電子商務的應用）及科技進步（例如利用虛擬商務會議協助業務營運）等結構性因素可能已令旅遊及出行的需求較疫情之前減少。

[26] 在實證文獻中，有大量研究採用出生年份作為研究特定群組受相關政策影響的代理指標。

[27] 請參閱「專題2：勞工市場緊絀的困惑：市場會否保持穩健？」，金管局《貨幣與金融穩定情況半年度報告》，2012年9月號。

4. 貨幣及金融狀況

港元匯率繼續貼近強方兑換保證水平，而強方兑換保證在2020年9月至10月期間多次被觸發。港元需求強勁主要受到股票相關的資金需求帶動，包括來自暢旺的新股集資活動，以及經滬港通和深港通的南向資金流入。隨著總結餘增加至逾4,500億港元，香港銀行同業拆息全面回落。儘管與新型冠狀病毒疫情發展、經濟復甦步伐及中美關係持續緊張相關的不明朗因素，或會加劇資金流波動，但香港擁有充足的外匯儲備及穩健的銀行體系，有能力抵禦資金流波動帶來的壓力。

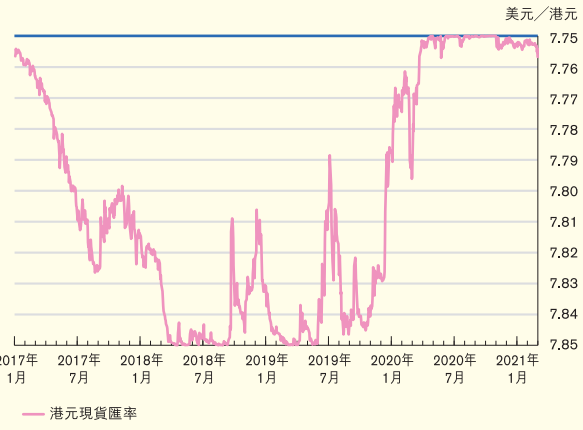
4.1 匯率及資金流

港元匯率貼近強方兑換保證水平，主要受到股票相關的資金需求帶動，包括來自暢旺的新股集資活動，以及經滬港通和深港通的南向資金流入（圖4.1）。雖然部分首次公開招股募集所得資金被匯走，但由於本港股票市場氣氛轉旺，以及市場預期接近年底時資金需求上升，港元匯率於11月及12月維持在7.7505至7.7544之間窄幅上落。隨著2021年首兩個月的集資活動持續活躍（圖4.2），2021年2月26日港元兑美元匯率收報7.7568。整體而言，港元交易繼續暢順有序。

於回顧期內，強方兑換保證多次被觸發引致總結餘增加，反映有大量資金流入港元。於2020年9月至10月，強方兑換保證被觸發47次。根據聯繫匯率制度的設計，金管局合共售出2,633億港元，使總結餘由8月底的1,931億港元增加至2月底的4,575億港元（圖4.3）。強方兑換保證在2020年全年合共被觸發85次，累計流入3,835億港元。

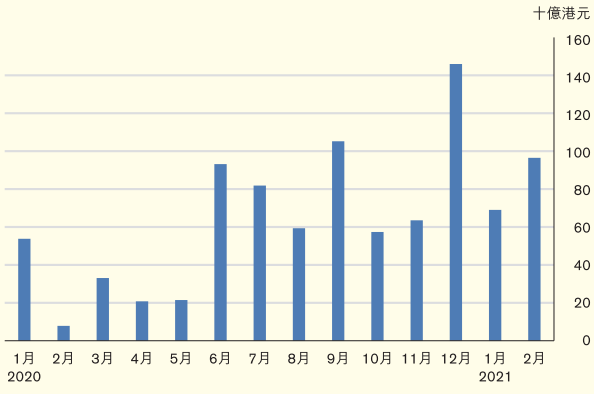
從跨境角度分析，存款總額增加，由此可見並無跡象顯示有大量資金流出本港銀行體系。[28] 與此同時，最新的國際收支平衡數字顯示，非居民的直接投資在2020年第4季繼續流入香港，並沒有顯示任何異常的資金流動。

圖4.1
港元匯率



資料來源：金管局。

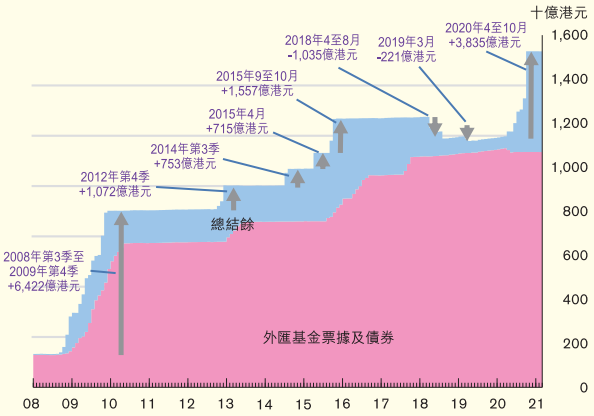
圖4.2
於香港交易所（港交所）籌集的股票資金



資料來源：港交所。

[28] 有關本港存款增長的詳細分析，請參閱第4.2節。

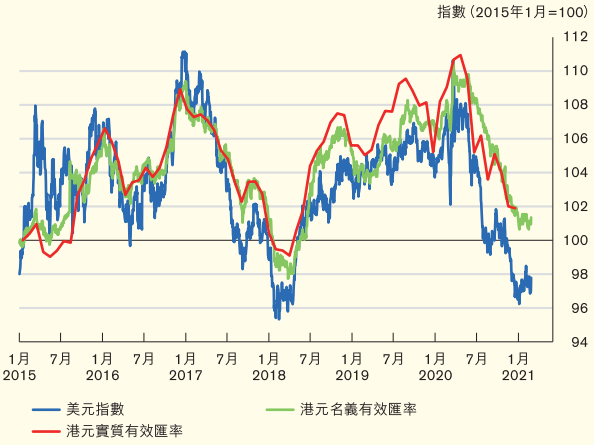
圖4.3
總結餘及外匯基金票據及債券



資料來源：金管局。

於回顧期內，港元的名義有效匯率指數大致跟隨美元兌主要貨幣偏軟而下跌（圖4.4）。由於香港與其貿易夥伴之間的通脹率差距甚小並對港元實質有效匯率指數影響有限，港元實質有效匯率指數的走勢大致跟隨名義有效匯率指數的走勢。

圖4.4
名義及實質有效匯率



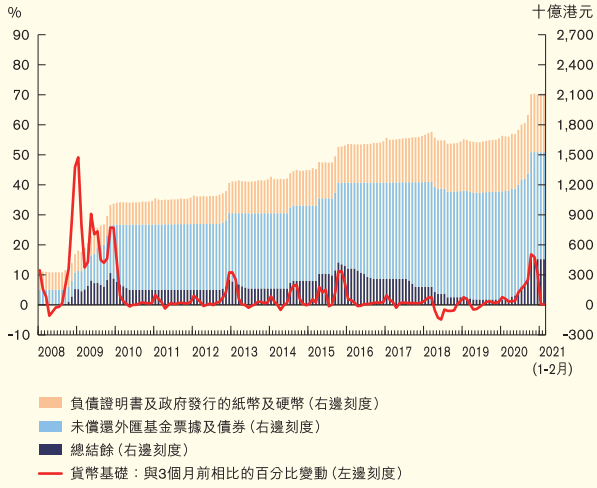
註：實質有效匯率指數經季節因素調整，僅有月度數據。
資料來源：CEIC、政府統計處及金管局職員估計數字。

展望未來，與疫情發展、經濟復甦步伐及中美關係持續緊張相關不明朗因素，或會加劇資金流的波動。香港作為國際金融中心，各種集資活動（例如新股集資）在香港進行，因而有大量資金流入及流出香港。一方面，相關集資活動可以吸引國際投資者將資金轉移到香港。另一方面，上市公司所籌集的資金其後可能會因業務需要而轉離香港。香港擁有充足的外匯儲備及健全的銀行體系，有能力抵禦資金流的波動而不致影響金融穩定。

4.2 貨幣環境及利率

在資金不斷流入港元的情況下，本港的貨幣環境於2020年下半年及最近幾個月保持寬鬆。自2020年6月底以來的八個月內，港元貨幣基礎增加20.8%（圖4.5）。按組成部份分析，貨幣基礎在此期間增加是反映強方兌換保證被多次觸發而引致總結餘增加。另一方面，其他組成部份，包括負債證明書、政府發行的流通紙幣及硬幣，以及未償還的外匯基金票據及債券，仍然相對穩定。

圖4.5
貨幣基礎的組成部份

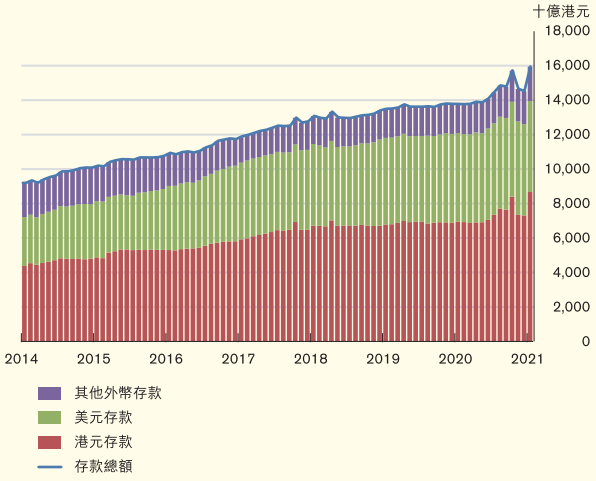


資料來源：金管局。

於回顧期內，大型新股集資活動令新股認購貸款所衍生的港元存款增加，故港元廣義貨幣（港元M3）及其港元存款組成部份在2020年7月至10月及2021年1月期間顯著上升（圖4.6）。隨著新股集資活動結束以及客戶償還新股認購貸款，港元存款及廣義貨幣在2020年年底回復至正常水平。踏入2021年1月，港元M3再次大幅增加，主要是由1月底的大型新股集資活動所帶動。整體而言，自6月底以來的七個月期間，港元M3增長21.7%，若撇除1月底新股集資活

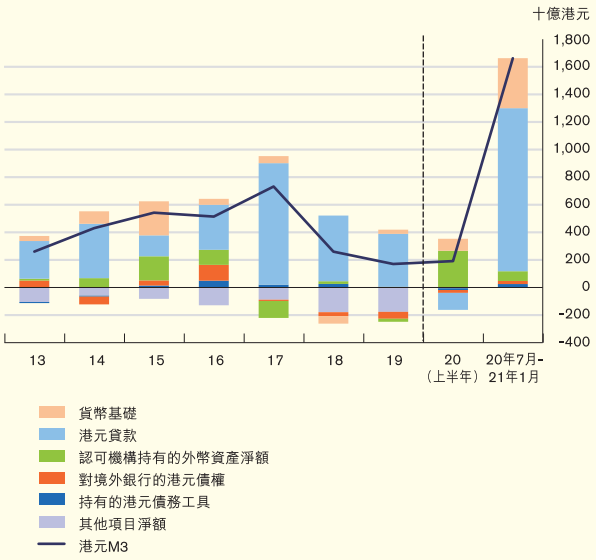
動的影響，港元M3則溫和增長9.1%。根據對應資產分析，若撇除新股認購貸款，港元M3的增長主要是由於強方兌換保證被觸發帶動貨幣基礎增加所致（圖4.7）。作為港元M3的主要組成部分，港元存款同期上升22.9%，若撇除1月底新股集資活動的影響，港元存款則溫和增長9.1%。雖然港元定期存款因低存款利率而錄得跌幅，但被部分由投資需求帶動的活期及儲蓄存款的迅速增長全數抵銷。

圖4.6
按貨幣劃分的認可機構存款



資料來源：金管局。

圖4.7
港元M3及對應資產變動

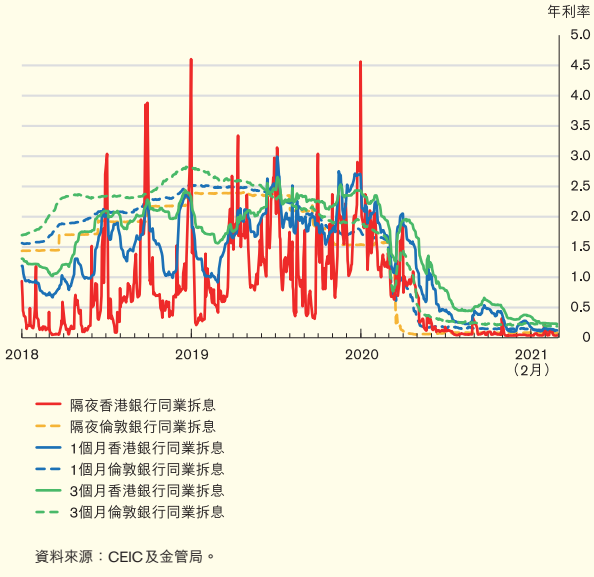


註：貨幣概覽中的港元M3乃經過調整，以計及外幣掉期存款。
資料來源：金管局職員估計數字。

整體外幣存款自6月底以來的七個月期間穩步增長3.6%。美元存款微跌0.3%，部分反映美元疲弱，而同期其他外幣存款強勁增長15.5%，主要反映人民幣存款增加。整體而言，由於新股集資活動引起港元存款短期波動，認可機構的存款總額於回顧期內大幅上升13.2%（圖4.6）。撇除1月底的新股集資活動，存款總額溫和增長6.4%。須注意的是，由於按月貨幣統計數字或會受到各種短期因素（例如季節性與公開招股相關資金需求，以及營商與投資相關活動）影響而出現波動，因此應小心詮釋統計數字。

隨著總結餘增加，香港銀行同業拆息於回顧期內整體保持在極低水平（圖4.8）。雖然2020年下半年有大型新股集資活動，但由於銀行體系的流動性充裕，香港銀行同業拆息並未出現大幅波動。整體而言，本港的銀行同業市場繼續運作正常。

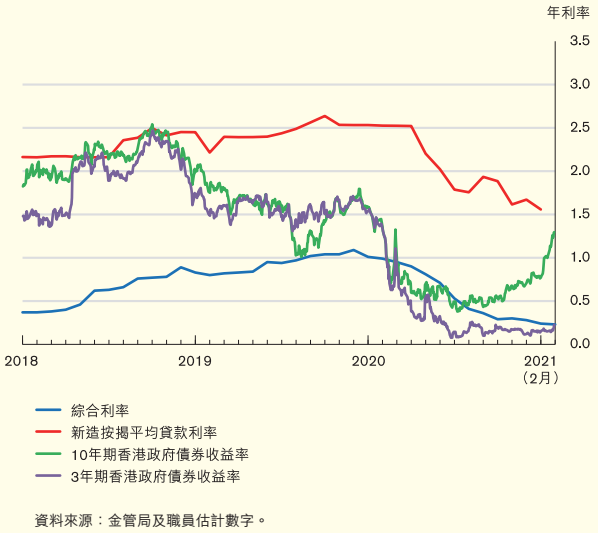
圖4.8
港元與美元銀行同業拆息



資料來源：CEIC及金管局。

港元收益率曲線大致跟隨美元收益率曲線的走勢，於回顧期內變得陡峭，短期債券收益率下降，而長期債券收益率上升（圖4.9）。相較於6月底，3年期香港政府債券收益率微跌4個基點至2月底的0.23%，而10年期香港政府債券收益率同期上升67個基點至1.30%。

圖4.9
政府債券收益率、綜合利率及新造按揭平均貸款利率



資料來源：金管局及職員估計數字。

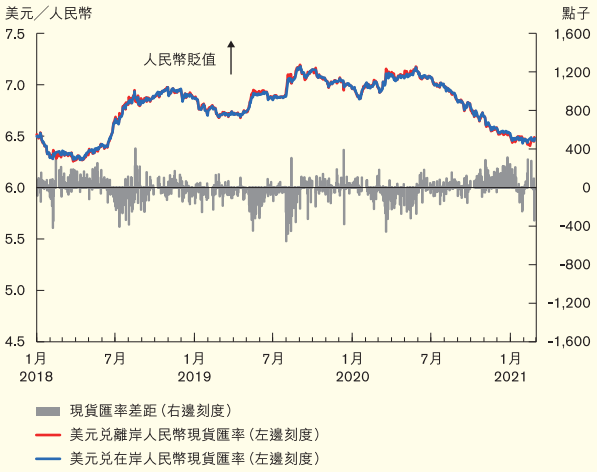
零售層面的港元利率主要隨港元銀行同業拆息下跌。反映零售銀行港元資金平均成本的綜合利率，由6月底的0.71%進一步下跌至2021年2月底的0.23%（圖4.9）。由於資金成本降低，新造按揭的平均貸款利率亦由2020年6月的2.02%降至2021年1月的1.56%，大致跟隨1個月香港銀行同業拆息的走勢。另一方面，零售銀行的最優惠貸款利率於回顧期內維持不變，介乎5.00%至5.50%之間。

在聯繫匯率制度下，港元利率受到美元利率的影響。鑑於美國利率長期低企，港元利率應會繼續保持在低位，並因資本市場活動及季節性流動性需求而間中波動。面對極不明朗的宏觀金融環境，銀行體系充裕的流動性應能提供足夠緩衝，以維持香港的貨幣及金融穩定。

離岸人民幣銀行業務

離岸人民幣(CNH)及在岸人民幣(CNY)兌美元匯率自5月底以來轉強（圖4.10），大致反映中國內地的經濟前景較世界其他地區為佳，以及美元疲弱。富時羅素於9月底宣布將內地國債納入世界政府債券指數，投資需求進一步支撐人民幣走強。於回顧期內大部分時間，離岸人民幣匯率相較在岸人民幣匯率存在溢價，於第4季平均溢價約為100點，按歷史標準而言仍屬溫和。

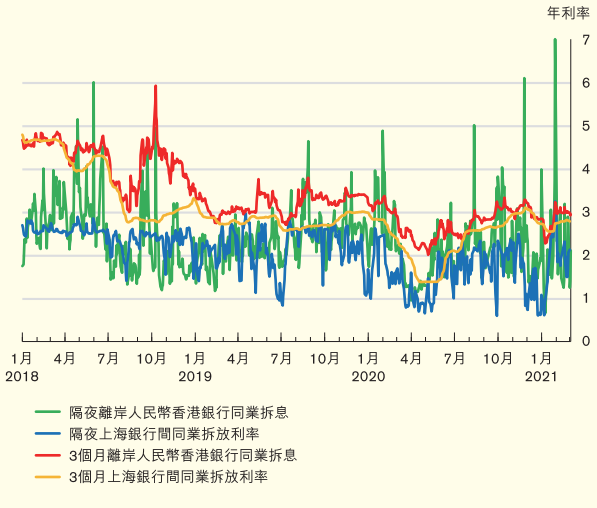
圖4.10
在岸及離岸人民幣匯率



資料來源：彭博。

於回顧期內，離岸人民幣同業市場的流動性狀況保持穩定。雖然隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息因偶爾的北向匯款需求，以及接近年底時的季節性流動性需求而出現短暫波動，但大多數時間維持在4%以下（圖4.11）。3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息跟隨在岸人民幣利率於12月下旬回落，其後於1月下旬再次上升，部分原因是在岸流動性趨緊及季節性因素所致。

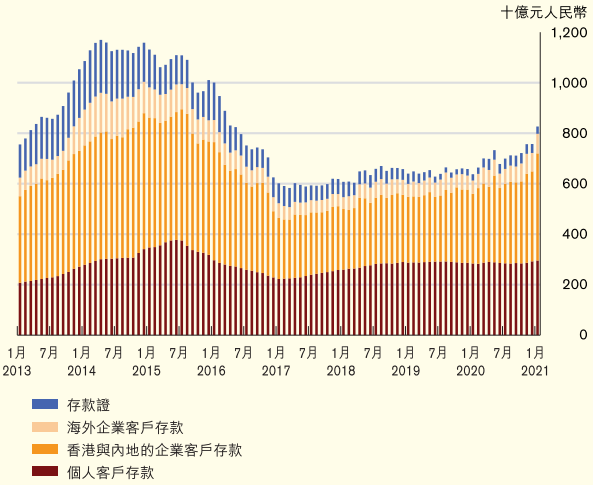
圖4.11
隔夜及3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價



資料來源：CEIC。

2020年下半年，香港的離岸人民幣資金池繼續保持增長趨勢。自第4季以來，人民幣存款增速加快，某程度上反映人民幣升值及人民幣相對其他貨幣的利率較高。相對於2020年6月底，人民幣客戶存款及存款證餘額增長速度加快，於2021年1月底達8,263億元人民幣，增幅21.9%（圖4.12及表4.A）。其中，人民幣客戶存款增長24.7%，主要受公司客戶存款強勁增長所帶動。另一方面，存款證餘額同期減少25.0%。

圖4.12
香港的人民幣存款及存款證



資料來源：金管局。

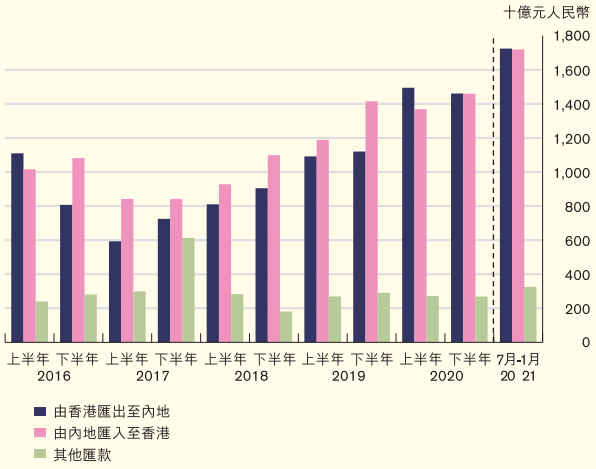
表4.A
離岸人民幣銀行業務統計

	2019年12月	2021年1月
人民幣存款及存款證（十億元人民幣）	658.0	826.3
其中：		
人民幣存款（十億元人民幣）	632.2	797.7
人民幣存款佔存款總額(%)	5.1	6.0
人民幣存款證（十億元人民幣）	25.8	28.6
未償還人民幣貸款（十億元人民幣）	153.7	159.2
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	204	206
應付海外銀行的金額（十億元人民幣）	76.3	102.7
應收海外銀行的金額（十億元人民幣）	95.4	125.6
	2019年	**2020年**
香港人民幣貿易結算（十億元人民幣）	5,376.3	6,324.1
其中：		
由內地匯入至香港（十億元人民幣）	2,604.1	2,827.7
由香港匯出至內地（十億元人民幣）	2,211.7	2,955.0
香港人民幣即時支付結算系統的交易額（期內每日平均數額；十億元人民幣）	1,133.9	1,191.5

資料來源：金管局。

至於其他人民幣業務，自2020年6月底起的七個月期間，人民幣貸款餘額下降2.4%至1,592億元人民幣。另一方面，香港的人民幣貿易結算繼續強勁增長。在2020年7月至2021年1月的七個月期間，本港銀行處理的交易額達37,695億元人民幣，較上年同期增長16.7%。在相關交易中，由香港匯出至內地的匯款增幅較由內地匯入香港的匯款增幅為高（圖4.13）。香港擁有龐大的人民幣資金池，足以繼續支撐大量人民幣支付及金融交易。在2020年全年，人民幣即時支付結算系統(RTGS)的每日平均交易量高達11,915億元人民幣，而2019年為11,339億元人民幣。

圖4.13
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

香港離岸人民幣業務的發展將繼續取決於內地的經濟前景、中美緊張的關係，以及新型冠狀病毒疫情的發展。香港擁有高效的金融基建，為投資者提供眾多連結內地的跨境資金流通渠道，隨著內地資本賬持續開放、國際投資者對人民幣資產的需求增多，以及「一帶一路」和「粵港澳大灣區」倡議下區域經濟金融合作的深化，香港離岸人民幣業務預期將會受惠。

資產市場

香港股市經過回顧期初的大幅調整後反彈。本港股市上漲受惠於全球股市回升以及內地投資者透過港股通積極買入港股。與此同時，港元及離岸人民幣債券市場在2020年下半年穩定擴張。儘管住宅物業市場大致保持平穩，但非住宅物業市場在疫情持續下仍然疲弱。

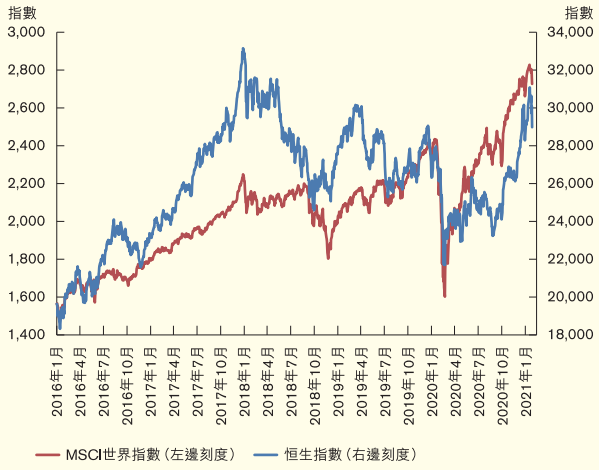
4.3 股市

受惠於全球股市強勁增長及南向資金買盤的積極支持，本港股市經2020年9月大幅調整後，於回顧期內反彈。自2020年第4季以來，雖然大多數發達經濟體在疫情重複爆發下採取新的封鎖措施，但全球股市仍然向好，原因在於主要經濟體前所未有的貨幣寬鬆措施持續支持資產市場。更重要的是，投資者對疫苗研發所取得的積極進展持樂觀態度，認為這可能有助加快全球經濟復甦。回顧期內，全球股市進一步受到地緣政治不明朗因素的減少所支持，這些不明朗因素包括美國總統大選塵埃落定後，美國政府在進一步財政刺激措施方面取得進展；另外，英國與歐盟亦在12月最後期限之前達成脫歐後的貿易協定。

踏入2021年，雖然特朗普政府簽署行政命令禁止美國投資者持有與中國軍方有關聯企業的股份，美國證券交易所亦作出相應除牌公告。但在港股通南向資金強勁買盤的帶動下，恒生指數大致維持升勢。恒指於2月中旬突破31,000點創32個月新高之後，於回顧期末在估值過高的憂慮和美國加息或會早於預期出現等壓力下進行整固。

整體而言，由2020年9月至2021年2月，本港股市上漲15.1%，而摩根士丹利國際資本世界指數同期上升10.5%（圖4.14）。期權引伸波幅於回顧期初一度急升，其後隨著市場回復平靜而下跌。然而，偏斜指數於期末反彈，反映投資者再次憂慮尾端風險進一步升級，故願意支付更多費用以對沖下跌風險（圖4.15）。[29]

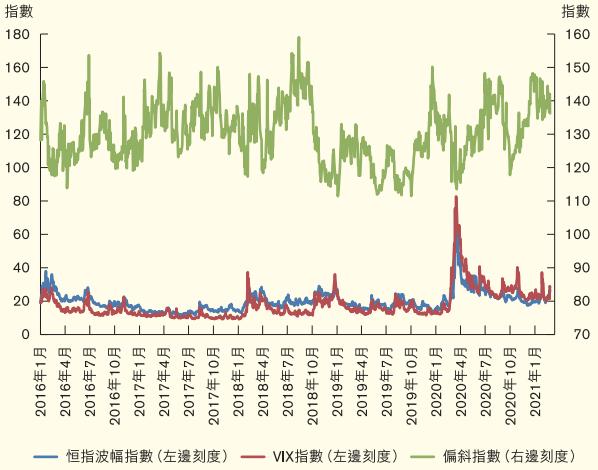
圖4.14
股票價格及摩根士丹利國際資本世界指數



資料來源：彭博及路透社。

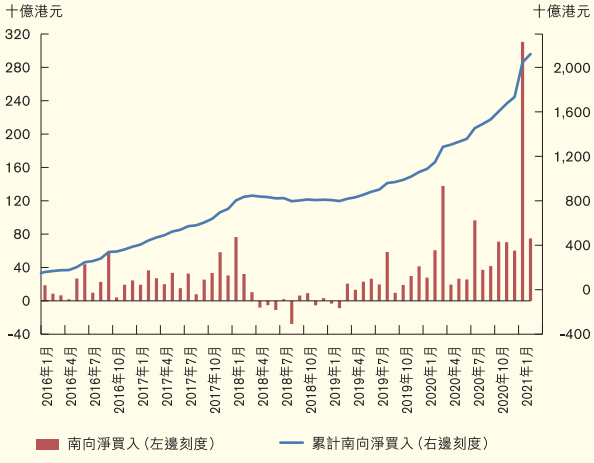
[29] 偏斜指數由芝加哥期權交易所根據標普500價外期權的價格計算。偏斜值為100，即表示30日期間發生異常負回報的概率微不足道。隨著偏斜升至100以上，標普500指數回報分布的左尾權重增加，表明發生異常負回報的概率變得更加顯著。詳情請參閱https://www.cboe.com/products/vix-index-volatility/volatility-indicators/skew。

圖4.15
恒指及標普500的期權引伸波幅，以及偏斜指數



資料來源：彭博及路透社。

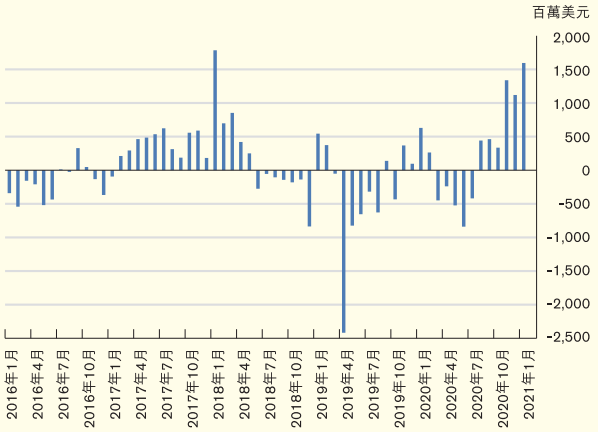
圖4.17
透過股市互聯互通機制的淨流動



註：南向淨買入金額指滬港通及深港通淨買入額的總和。
資料來源：CEIC、港交所及金管局職員估計數字。

隨著風險胃納改善，本港股市自2020年9月以來錄得資金淨流入，於2020年9月至2021年1月期間共錄得淨流入總額48.501億美元，是2年多以來最好表現的五個月（圖4.16）。自2019年3月以來，通過滬港通及深港通計劃的南向淨買入金額持續增長。於回顧期內，累計的南向淨買入金額增加42.2%至21,195億港元，並於2月底達到歷史高位，同時南向淨買入金額於2021年1月也創紀錄新高，突破了3,000億港元（圖4.17）。

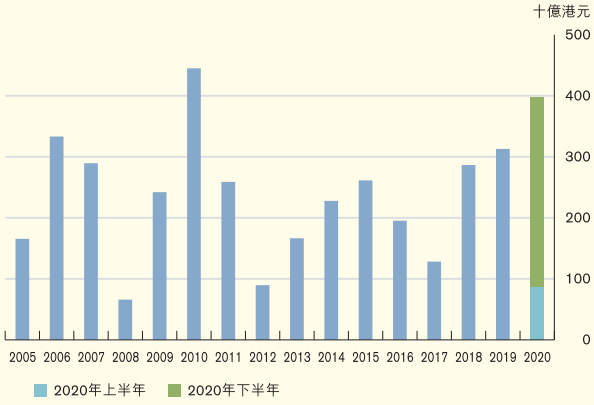
圖4.16
香港的股票市場資金淨流入



資料來源：EPFR Global。

在一級市場上，按所籌集資金計香港的首次公開招股在2020年錄得持續增長。全年共有154宗新股上市，合共籌集資金3,975億港元（圖4.18），較2019年增長27.05%。2020年，香港交易所（港交所）在全球公開招股市場排名第二，部分原因是越來越多內地公司尋求在香港二次上市。去年，共有八家在美國上市的內地公司在香港完成二次上市，集資總額為1,279億港元。

圖4.18
香港首次公開招股市場



資料來源：港交所。

展望未來，本地股市的前景仍將受疫情發展及其相關的不明朗因素所籠罩。全球經濟增長及市場情緒更視乎疫苗推出的速度及功效而定。此外，中美關係的不明朗因素可能會冷卻市場情緒，或會對本港股市產生重大影響。因此，本港股市仍容易受到外圍環境波動的影響。

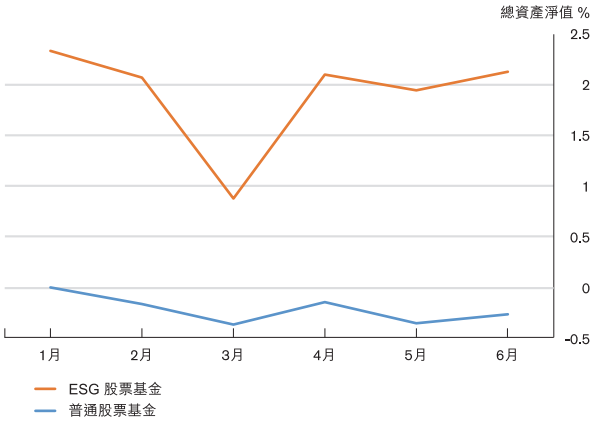
股市的最新發展亦表明，環境、社會及企業管治(ESG)因素在股票估值方面扮演越來越重要的角色。事實上，研究發現ESG股票基金在疫情期間對市場波動具有相對較強的適應力，表明ESG因素在不同公司股票估值方面存在顯著的辨別作用。專題3使用香港上市公司發布的ESG報告樣本研究ESG披露對股票估值的影響。研究表明，企業面臨的ESG風險是其股票估值存在不明朗因素的重要原因之一，而透過披露ESG相關資訊可以有效減少相關的不明朗因素。

專題3
ESG披露對股票估值的影響

引言[30]

ESG投資是指在投資決策過程中除了考慮財務因素外，亦會考慮與ESG問題相關的非財務因素。ESG股票基金在面對新型冠狀病毒疫情下的市場動盪具有較強的適應力（圖B3.1），表明ESG因素對不同公司股票估值具有顯著的辨別作用。與此相關的是，ESG相關風險披露不足會局限投資者正確地評估這些風險的能力。這令ESG披露不足成為對金融穩定構成風險的原因之一，因為股票市場或會較易受到ESG風險引致的突然價格調整的影響。

圖B3.1
2020年上半年ESG股票基金的資金流入量



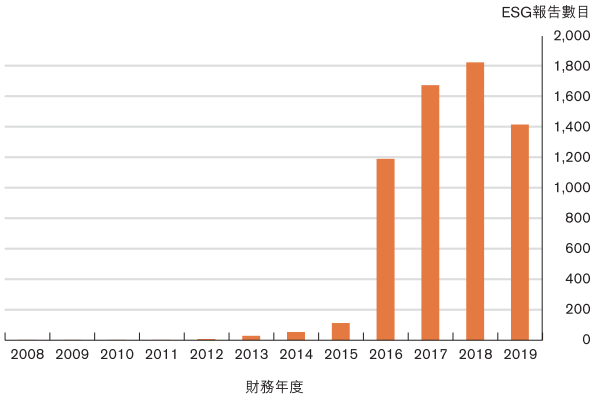
注意：普通及ESG股票基金是按資料來源所劃分。
資料來源：EPFR。

本專題集中研究在香港交易所上市的公司，檢視它們的ESG披露會否影響其股價的資訊效率性及波動性。從理論上說，較透明的ESG披露可以減少上市公司與投資者之間的資訊不對稱，促進市場的價格發現功能。ESG披露亦可透過減少公司因面對ESG風險產生的不明朗因素而降低其股價波動性。

數據及方法

我們由上市公司的年度ESG報告獲取它們ESG相關的資訊。ESG報告的發布數目自2016年實施ESG「不遵守就解釋」的披露要求後已增加九倍，並繼續保持在該水平之上（圖B3.2）[31]。

圖B3.2
香港上市公司發布的ESG報告數目



註：2019財務年度的數字僅涵蓋2020年5月29日或之前發布的報告。
資料來源：金管局職員根據由香港交易所"披露易"網站蒐集的ESG報告而計算得出的數字。

由於ESG報告中的資訊主要是非結構化的文本資訊，因此我們使用電腦文本分析法將這些資訊轉換為多個屬性，以便更好地比較不同上市公司的ESG披露狀況（表B3.A）。[32]

表B3.A
由文本分析得出的屬性

屬性	描述／定義
報告篇幅	以ESG報告的字數衡量其資訊量
可讀性	以平均句子長度及詞彙複雜度衡量
可比性	以不同公司ESG報告中使用詞彙的相似程度衡量
主題識別	按ESG報告通常談及關鍵字的不同組合去識別主題。
前瞻性內容	如果句子包含前瞻性的詞彙（例如「將會」、「未來」），則被歸類具前瞻性內容。

30 Wu (2020), "What can we learn from analysing listed firms' ESG reports? – observations from Hong Kong based on textual analysis," 金管局研究備忘錄，2020/05

31 「不遵守就解釋」要求是指上市公司須按ESG報告指引指明的「不遵守就解釋」條文作出匯報。若上市公司未有就該等條文中的一條或以上作匯報，其須在ESG報告中解釋原因。這些條文已在2020年7月起開始的財務年度升格為強制披露。

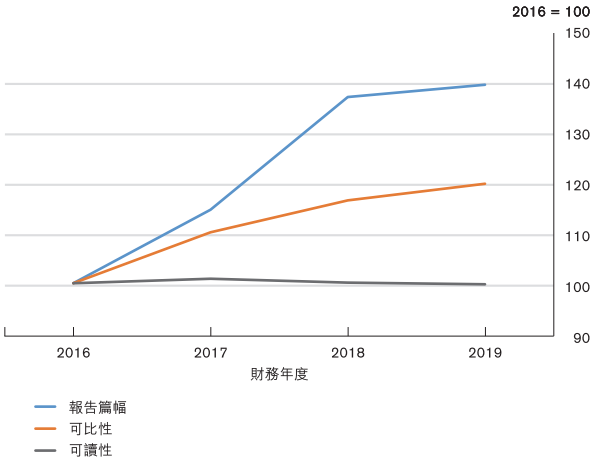
32 非結構化資訊是指並無預定義數據模型或尚未以預定義方式組織的資訊。這類型資訊需要某些技術將其轉化為結構化資料以作分析及詮釋。

我們接著使用這些屬性作為自變數，並分別利用兩個面板數據回歸模型估算其與股票買賣差價（衡量資訊效率性）及每日股票收益的標準差（衡量股票價格波動性）的關係。[33] 回歸分析樣本包括1,571家上市公司，並涵蓋2016至2019年的財務年度。[34]

實證結果

文本分析顯示四個觀察結果。首先，自2016年以來，ESG披露的篇幅已大大增加，而屬於存在較多環境議題（如公用事業、能源）行業的公司一般會披露更多的資訊。其次，隨著時間推移，公司之間ESG報告的可比性有所提升，但報告的可讀性則未有太大改善（圖B3.3）。第三，就報告內容而言，環境議題（例如溫室氣體、能源消耗及危險廢物）越來越受關注，但涉及社會（例如員工安全及社會責任）及企業管治（例如法律與規例、公司管治）的披露仍然是ESG報告所討論的主要內容。最後，前瞻性資訊在公司ESG披露中佔有顯著的篇幅，為上市公司長遠ESG風險提供重要資訊。

圖B3.3
選定ESG報告屬性的趨勢



註：
(1) 所示數字為選定屬性在各財務年度發布的ESG報告的中位數。
(2) 所有屬性的數字已基於2016財務年度的水平（設定為100）作標準化。

[33] 面板回歸模型亦包含諸如公司規模、槓桿比率、股票價格、資產收益率、前期收益率及市場波動性之類的變數，以控制可能影響買賣差價或股票收益的標準差的其他因素。

[34] 回歸分析中的公司數目少於發布ESG報告的公司數目（圖B3.2），因為在回歸分析中我們剔除了某些數值異常或數據不完整的公司年度觀察樣本。

我們進一步研究ESG披露的屬性對買賣差價及股票收益的標準差有何影響。實證結果表明，ESG披露可以提升資訊效率性並減少股票估值的不明朗因素，令公司從中受惠。具體而言，面板數據回歸模型的估算結果表明，公司若披露更多ESG資訊及提供更多具前瞻性資訊，其股票買賣價差就較小（即較佳資訊效率性，表B3.B中間欄）。此外，公司若披露更多與環境相關和具前瞻性資訊，其股票收益的標準差亦會較小（即波動性較低，表B3.B右欄）。

表B3.B
ESG披露與股票估值的估算關係

ESG報告的特質	較佳資訊效率性	較低波動性
報告篇幅較長	**	
較具可讀性		*
較具可比性		
較著重環境方面披露		**
較多前瞻性內容	***	*

註：
(1) 空格表示估算關係在10%的水平上不具有統計顯著性。
(2) ***，**及*表示估算關係分別在1%、5%及10%的水平上具有統計顯著性。
(3) 若ESG報告主要涉及環境相關議題，該報告會被介定為較著重環境方面披露。

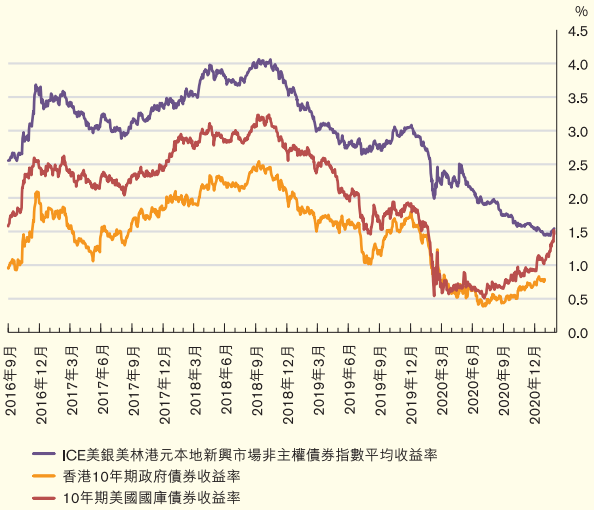
結語

研究發現表明，公司面對的ESG風險是令其股票估值不明朗的重要原因之一，而ESG披露可以有效地減低此類不明朗因素。事實上，公司透過提升ESG議題的透明度而從中受惠亦令股市監管機構有充分理據持續改善上市公司的ESG披露。

4.4 債券市場

2020年下半年，港元債券市場在發行量穩定增長的情況下持續擴張。由於市場憂慮經濟增長狀況好轉會令通脹壓力上升，以及美國政府或會增加借貸以支持其額外財政刺激措施，港元10年期主權債券的收益率於回顧期內隨著美國國債收益率的上揚而略有上升，但仍在歷史低位徘徊。與此同時，港元非主權債券的收益率則持續下跌（圖4.19）。

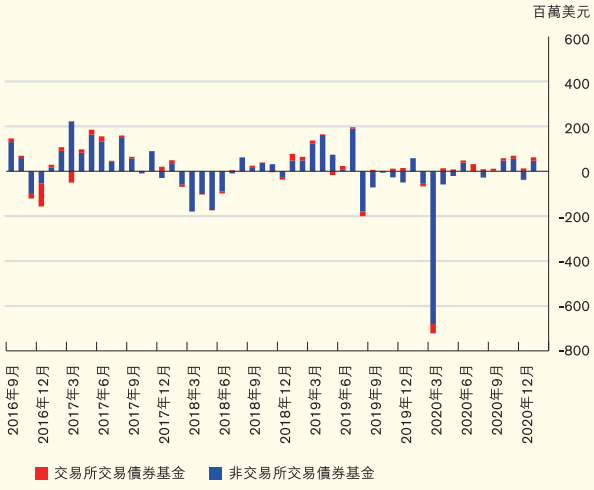
圖4.19
港元主權及非主權債券與10年期美國國庫債券的收益率



資料來源：ICE Data Indices及金管局。

經歷2020年上半年高達7.425億美元的債券基金淨流出後，香港於下半年錄得債券資金淨流入。受惠於世界各國央行支援措施及政府經濟刺激方案，市場信心逐漸恢復。隨著市場信心回穩加上流動性狀況有所改善，2020年第4季淨流入香港的債券資金達1.01億美元。自2020年9月以來，非交易所買賣的債券基金於大部分月份均錄得淨流入，成為債券資金淨流入的主要來源。從2020年9月至2021年1月底，非交易所買賣的債券基金佔債券基金流入淨額的66.0%（圖4.20）。

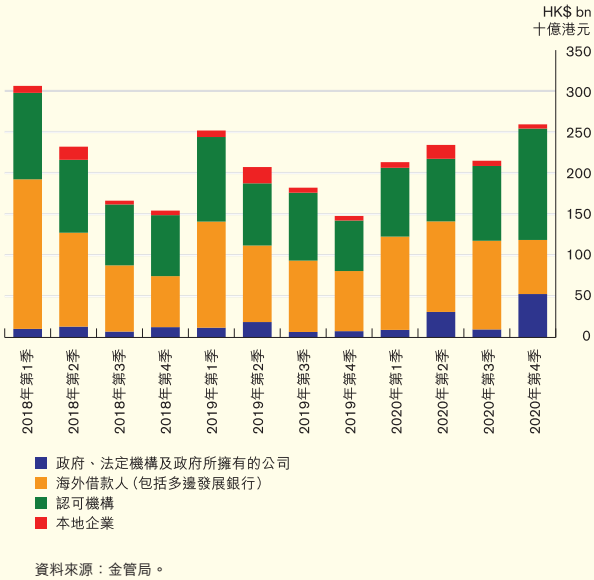
圖4.20
交易所買賣及非交易所交易買賣的香港債券基金淨流量



資料來源：EPFR Global。

2020年下半年，港元債券總發行量按年增加9.8%至22,096億港元，原因是政府部門發行的非外匯基金票據及債券增加超過三倍，而認可機構的發行量增加57.1%（圖4.21），以及外匯基金票據及債券發行量也錄得3.2%的增長。

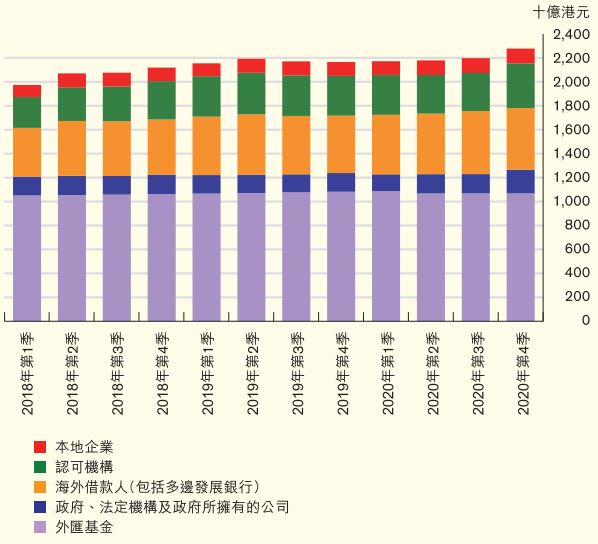
圖4.21
新發行的非外匯基金票據及債券的港元債券



資料來源：金管局。

相應地，未償還港元債券金額上升5.2%，於2020年12月底達22,780億港元（圖4.22）。該金額相當於港元M3的28.7%及銀行業以港元計值資產的23.8%。其中政府部門非外匯基金票據及債券的未償還金額由前一年的低位上升26.9%至1,980億港元，而外匯基金票據及債券的未償還金額按年微跌1.3%至10,680億港元。

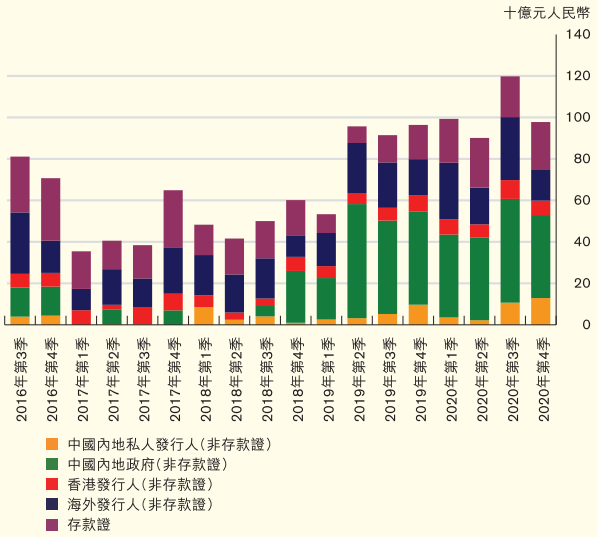
圖4.22
未償還港元債券（按發行人劃分）



資料來源：金管局。

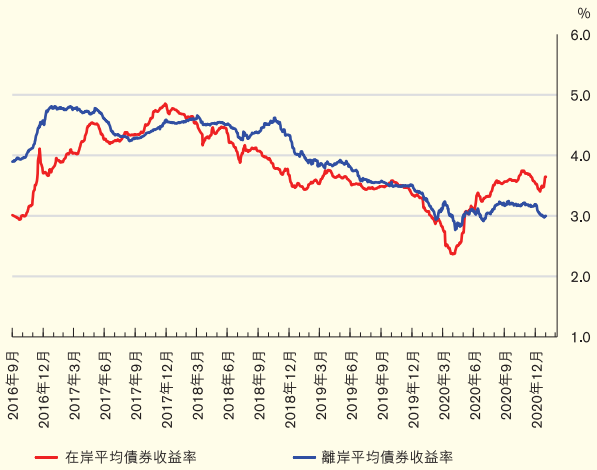
香港離岸人民幣債券市場在2020年下半年繼續穩定增長。隨著離岸人民幣債券市場情緒的改善，2020年下半年新債發行總額較上半年增加14.9%至2,176億元人民幣，主要因為內地私營發行人發債量增長超過三倍。此外，內地政府及香港發行人發行的債券亦分別增長12.5%及17.6%（圖4.23）。自去年4月以來，在岸債券收益率開始回升，而離岸債券收益率一直處於較低水平，部分原因是國際投資者的購買意欲強勁。因此，兩類債券的利差於2020年下半年有所擴大（圖4.24）。

圖4.23
在香港新發行的離岸人民幣債券（按發行人劃分）



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

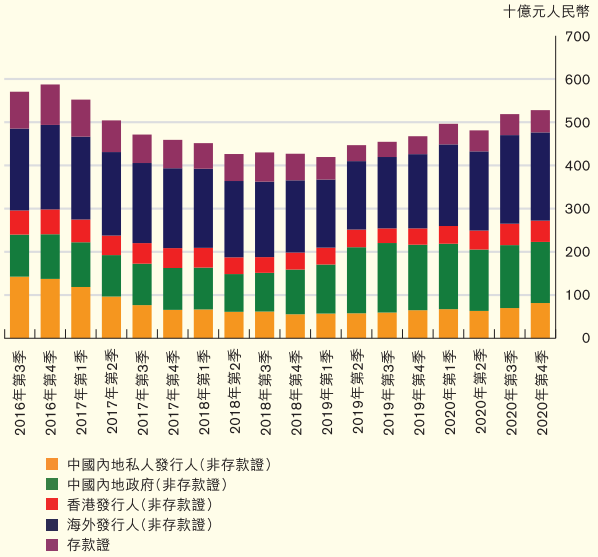
圖4.24
在岸與離岸人民幣債券指數的平均收益率



資料來源：彭博、恒生指數有限公司及中央國債登記結算有限責任公司。

由於新債發行量快速增長，截至2020年12月底，離岸人民幣債券的未償還總額錄得12.9%的年增幅，達5,280億元人民幣（圖4.25）。

圖4.25
香港的未償還離岸人民幣債券



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

港元及離岸人民幣債券市場的短期內前景仍不明朗。特別就離岸人民幣債務而言，美元兌人民幣匯率的走弱以及美國或將持續更長時間的低利率環境很可能會吸引更多外國投資者進入人民幣債券市場以獲得相對較高的債券收益率，甚至可能在外匯交易中獲利，但在疫情影響下，全球經濟復甦步伐仍充滿不確定性；此外，市場憂慮美國新政府是否會繼續實施限制對個別中國實體進行投資的政策，以上種種因素均可能會影響市場情緒。

在2021年2月公布的預算案中，政府宣布計劃提升本地債務工具中央結算系統的效率和容量，以支持「債券通」和零售債券市場的發展。中期而言，政府債券計劃中的一系列政策措施，特別是於綠色金融範疇的政策措施，將有助推動本地債券市場發展[35]。於2021年1月27日，政府宣佈在政府綠色債券計劃下成功發售25億美元的綠色債券。綠色金融有望成為本地債券市場發展的一個重要推動力。本地綠色債券市場的策略定位是發揮香港作為國際金融中心的優勢，作為綠色融資平台，吸引多種貨幣計價的綠色債券於香港發行，為內地及海外的綠色項目籌集資金[36]。

[35] 政府分別於2020年10月及11月發行150億港元的通脹掛鈎債券及第五批銀色債券。

[36] Dealogic的數據顯示，截至2020年12月底在香港上市的綠色債券總計229億美元，大部分以外幣計價，例如美元(81.1%)、歐元(13.1%)及人民幣(3.3%)，只有2.5%以港元計價。

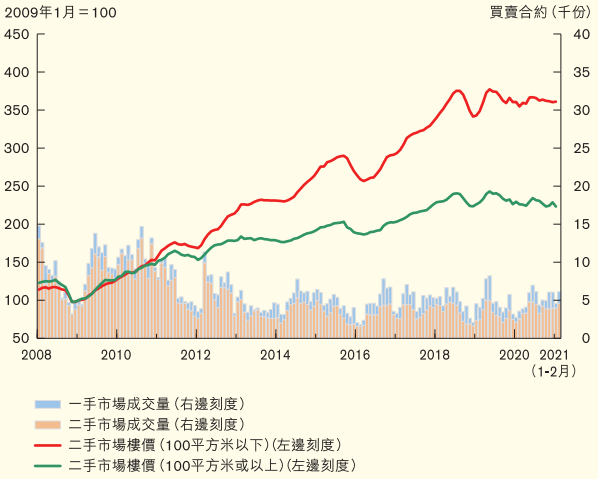
4.5 物業市場

住宅物業市場

儘管本地出現新一波新型冠狀病毒疫情，但住宅物業市場仍大致平穩。樓市交投活動在2020年第3季一度受制於本地第三波疫情。不過隨著第三波疫情減退，多個新樓盤推出，住宅物業成交在2020年第4季回升（圖4.26）。2020年全年的住宅成交量約為60,000個單位，與2019年相若。隨著本地第四波疫情於2021年年初稍為緩和，樓市成交繼1月短暫下滑後於2月有所回升。

二手市場樓價自2020年年中起輕微調整，其中大型單位（實用面積100平方米或以上）的價格下調幅度較中小型單位（實用面積小於100平方米）為大（圖4.26）。整體而言，樓價在2020年下半年微跌1.9%。[37] 2021年2月的中原城市領先指數對比2020年底大致靠穩。

圖4.26
住宅物業價格及成交量



資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

置業負擔能力進一步趨緊，主要反映家庭收入減少。2020年第4季的樓價與收入比率攀升至19.3，而1997年的峰值則為14.6。雖然新造按揭平均貸款利率在2020年回落，但還款能力亦隨著家庭收入減少而有所減弱。與此同時，收入槓桿比率升至90.7%的高位，遠高於其長期平均值（圖4.27）。[38] 雖然樓價於2020年下半年略有下降，而租金水平亦趨於平穩，但買租價差仍然高企。[39] 此外，住宅租金收益率維持在低位，於2021年1月為2.0–2.4%。

圖4.27
置業負擔能力指標

資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

儘管疫情及持續疲弱的經濟狀況繼續為住宅物業市場帶來下行風險，但金管局自2009年以來推行的宏觀審慎措施已增強銀行業抵禦物業市場衝擊的能力。新造按揭貸款的供款與入息比率在截至2021年1月的最近七個月內維持在約37%的低水平。而2021年1月的新造按揭成數為58%，低於採取相關措施之前64%的水平。

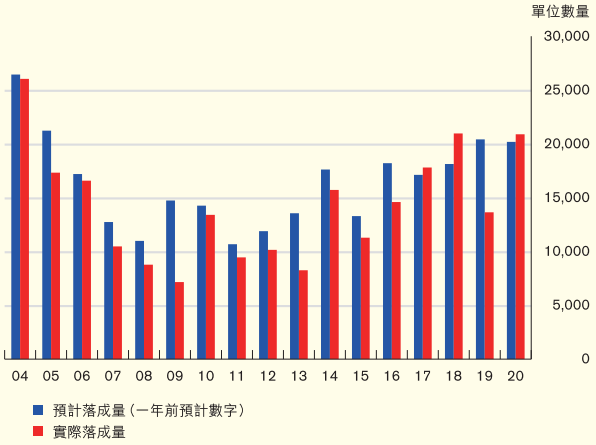
[37] 根據官方數字，樓價全年微升0.1%，是自2008年以來的最小年度增幅。

[38] 樓價與收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。另一方面，收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭成數計算）的按揭供款與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率有別於借款人實際供款與入息比率，後者須符合金管局審慎監管措施設定的上限要求。

[39] 買租價差反映置業成本（以20年期、七成按揭計算）與租賃成本的比率。

住宅物業市場前景受到眾多如前面幾章所述的不明朗因素及風險所影響。一方面，失業率高企及家庭收入減少將遏抑房屋需求。另一方面，預料長期超低利率會為資產價格提供支持。長遠而言，住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口。2020年的私人住宅實際落成量達20,900個單位，為近十年來的第二高（圖4.28）。政府亦預計未來數年私人樓宇供應量仍將維持在高位。[40]

圖4.28
預測及實際私人住宅落成量



資料來源：運輸及房屋局、差餉物業估價署。

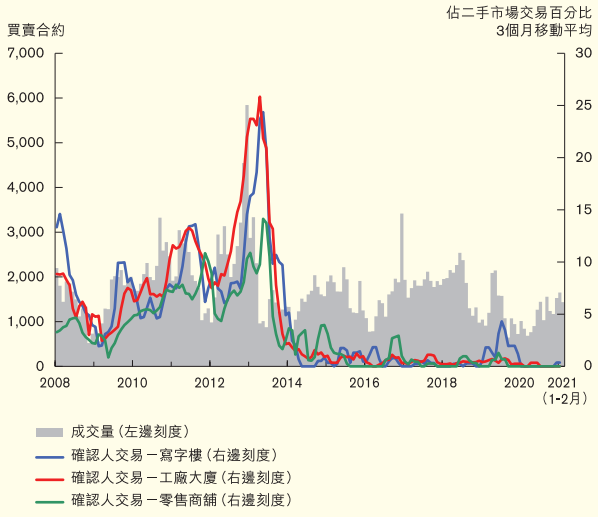
非住宅物業市場

非住宅物業市場仍然大致疲弱。儘管交投活動在2020年底有所回升，但全年整體成交量僅為13,442個，創下有紀錄以來的新低（圖4.29）。而確認人交易量顯示投機活動仍然淡靜。受疲弱的經濟環境所影響，非住宅物業的價格在2020年下半年繼續偏軟（圖4.30）。與此同時，商業租賃市場持續低迷，其中寫字樓的租金跌幅擴大（圖4.31）。非住宅物業的整體租金收益率維持在低位，於2021年1月為2.6–3.1%。

由於經濟復甦需時，故此即使有新疫苗面世，非住宅物業市場在短期內將會繼續面臨挑戰。特別是寫字樓及零售店鋪的空置率維持高企，相關物業的價格及租金或會繼續受壓。長遠而言，疫情過後的一些行為改變或會對商業物業市場產生長期影響。例如，遙距辦公的興起可能令日後市場對寫字樓的需求有所減少。

鑑於過去兩年市場需求顯著回落，政府認為是適當時候撤銷非住宅物業的雙倍從價印花稅這項需求管理措施，並於2020年11月26日生效。[41] 撤銷雙倍從價印花稅便利企業出售非住宅物業套現，以應付因經濟下行而出現的財政困難或資金需要。早於2020年8月，金管局調整非住宅物業按揭貸款的逆周期宏觀審慎監管措施，將適用於非住宅物業按揭貸款成數上限上調10個百分點。金管局會繼續密切留意最新發展，並會因應物業市場周期變化推出適當措施，以保障銀行體系穩定。

圖4.29
非住宅物業成交量

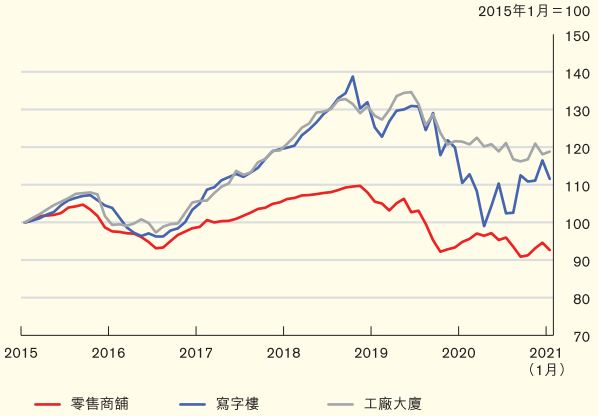


資料來源：土地註冊處、中原地產代理有限公司。

[40] 例如，政府推算2021年至2022年每年的平均落成量約為19,100個單位，而過去10年（2011-2020年）年均落成量則為14,300個單位。

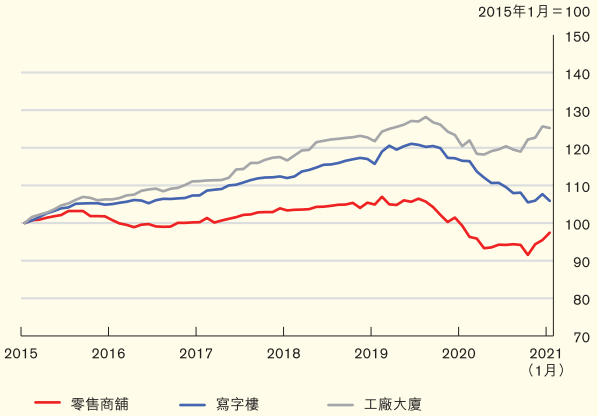
[41] 在物業市場過熱、交投暢旺及價格飆升的背景下，政府於2013年2月實施適用於非住宅物業的雙倍從價印花稅，以遏止投機活動並保持物業市場穩定。

圖4.30
非住宅物業價格指數



資料來源：差餉物業估價署。

圖4.31
非住宅物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

5. 銀行業表現

由於新型冠狀病毒疫情反覆導致經濟衰退狀況持續，加上受長期低利率環境的影響，香港的零售銀行於2020年下半年盈利進一步減少，資產質素亦略有下降。雖然如此，基於其資本及流動性狀況依然強勁，香港銀行業仍保持穩健。於回顧期內，為繼續支援整體經濟渡過難關，金管局決定延續多項紓困措施。展望未來，儘管疫苗的推出可能令人憧憬全球疫情有望受控及經濟活動能夠重啟，但經濟復甦的步伐仍不明朗。上述不確定因素及持續的地緣政治緊張關係會不利於商業活動，並繼續對本港銀行業構成挑戰。尤其是疫情會削弱企業及家庭還款能力，銀行業仍應密切留意相關下行風險因素對其資產質素的影響。

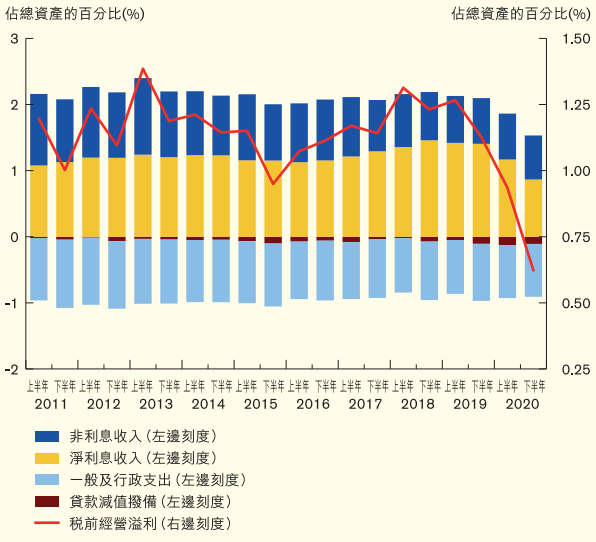
5.1 盈利及資本額

盈利

2020年下半年，零售銀行[42]整體税前經營溢利較2019年同期下跌38.5%。相應地，資產回報率在2020年下半年下跌至0.62%，而2019年同期為1.13%（圖5.1）。零售銀行的淨息差由2019年下半年的1.63%收窄至2020年同期的1.01%（圖5.2），令淨利息收入減少並超出非利息收入的輕微增長，導致盈利下降。

就2020年全年而言，零售銀行的整體税前經營溢利下跌29.4%，資產回報由2019年的1.19%下降至0.77%。

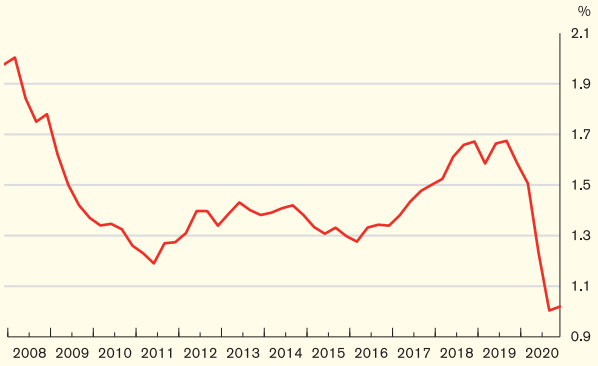
圖5.1
零售銀行盈利



註：按半年年率計數字。
資料來源：金管局。

[42] 除非另有説明，否則本章中所載銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

圖5.2
零售銀行的淨息差

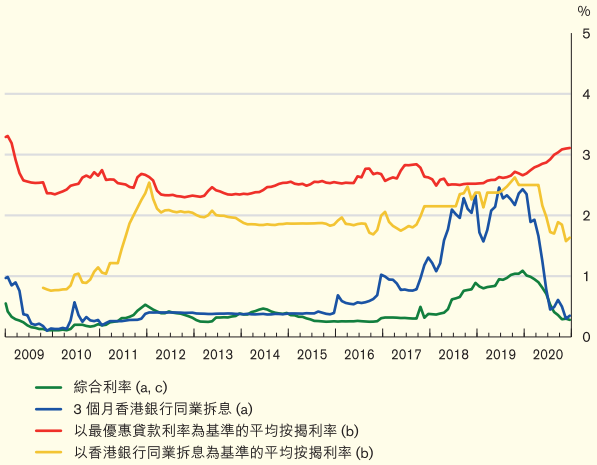


註：按季度年率計數字。
資料來源：金管局。

大致由於股票市場活動帶動大量資金流入[43]，令港元流動性變得更充裕。香港銀行同業拆息在2020年第4季進一步走軟。其中，3個月香港銀行同業拆息在下半年下跌43個基點至2020年底的0.35%（圖5.3中的藍線）。

綜合利率（衡量零售銀行平均港元資金成本的指標）的走勢亦大致相若，由2020年6月底的0.71%顯著下跌至2020年年底的0.28%（圖5.3中的綠線）。綜合利率下跌主要反映銀行同業資金成本下降及部分主要零售銀行調低定期存款利率。[44]

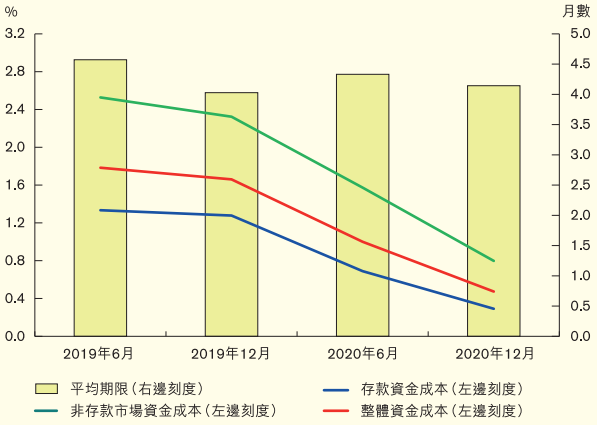
圖5.3
利率



註：
(a) 期末數字。
(b) 新批貸款的期內平均數字。
(c) 由2019年6月起，綜合利率已按照新實施的本地「銀行帳內的利率風險」架構計算。因此，自2019年6月份起的數字不能與以往月份的數字作嚴格比較。
資料來源：金管局及職員估計數字。

從更廣泛的角度來看，本港持牌銀行的平均整體港元及美元資金成本在2020年下半年溫和下跌53個基點（圖5.4中的紅線）。

圖5.4
持牌銀行的港元及美元資金成本和期限



註： 自2019年6月起，所有須遵守本地新的銀行帳內的利率風險框架的持牌銀行已根據新框架提交申報表，而獲豁免的持牌銀行則繼續根據現有的利率風險框架提交申報表。整體資金成本和期限已按此兩類持牌銀行相關數字作加權平均值計算得出。因此，自2019年6月份起的數字不能與以往月份的數字作直接比較。
資料來源：金管局。

43 在2020年9月至10月期間，強方兌換保證水平被多次觸發。詳情請參閱第4.1章。

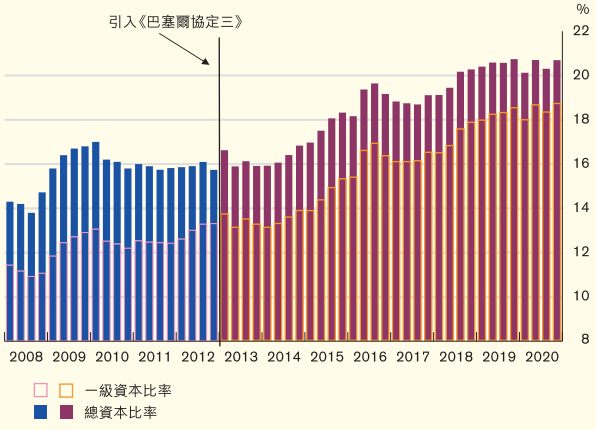
44 雖然多間虛擬銀行已於2020年開始營運，並推出具吸引力的客戶存款利率，但其業務規模在2020年下半年仍然相對較小。

展望未來，由於全球低利率環境很可能會持續，並繼續不利銀行的淨息差表現，銀行業的盈利前景仍將充滿挑戰。此外，儘管疫苗研發取得突破，致使市場對全球經濟前景的樂觀情緒增強，但基於圍繞疫苗的分配及功效仍存在相當大的不確定因素，經濟復甦的走勢仍然極不明朗。上述風險因素在近期內將繼續影響銀行業的貸款質素及盈利。

資本額

香港銀行業的資本額仍然穩健，並遠高於最低國際標準。本地註冊認可機構的綜合總資本比率在2020年12月底為20.7%，高於8%的國際最低要求（圖5.5）。期內一級資本比率為18.7%，其中16.7%為普通股權一級（CET1）資本。此外，本地註冊認可機構的槓桿比率[45]於2020年12月底維持在8.2%的穩健水平，超過3%的法定最低水平（圖5.6）。

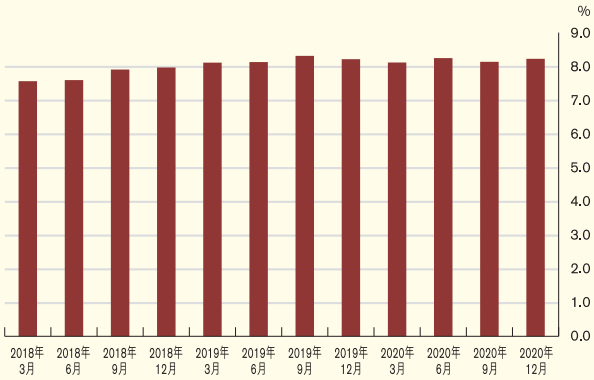
圖5.5
本地註冊認可機構資本額



註：
1. 綜合狀況。
2. 由2013年1月1日起，本地註冊認可機構須遵行經修訂的資本充足框架《巴塞爾協定三》。因此，自2013年3月起的資本比率不能與截至2012年12月的數據直接比較。

資料來源：金管局。

圖5.6
本地註冊認可機構的槓桿比率



註：綜合狀況。

資料來源：金管局。

5.2 流動性及利率風險

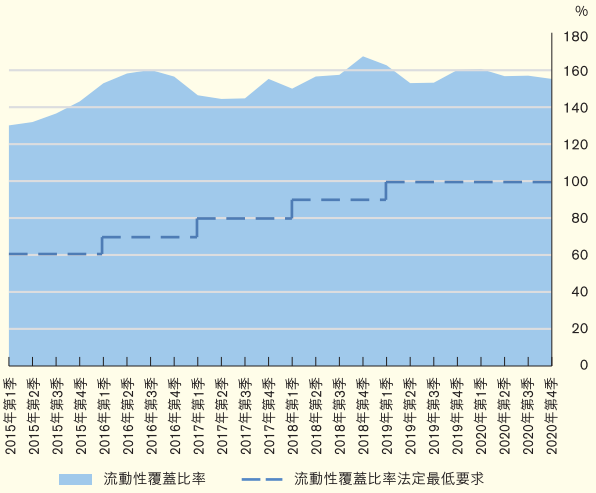
流動性與資金來源

以《巴塞爾協定三》下的「流動性覆蓋比率」[46]要求衡量，銀行業的流動性狀況於回顧期內維持穩健。第1類機構的平均流動性覆蓋比率於2020年第4季為155.1%（圖5.7），遠高於100%的法定最低要求。同期，第2類機構的平均流動性維持比率為57.9%，亦遠高於25%的法定最低要求。

45 《巴塞爾協定三》的非風險為本的槓桿比率規定，目的是為防止銀行體系過度槓桿。詳情請參閱《銀行業（資本）規則》（香港法例第155L章）。

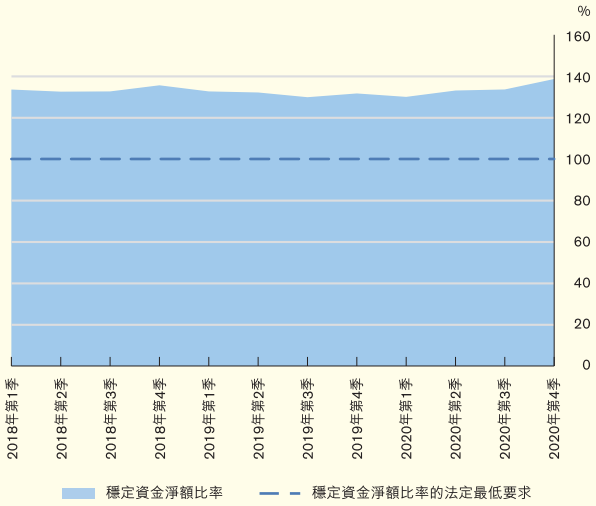
46 《巴塞爾協定三》的流動性覆蓋比率要求，目的是為確保銀行擁有足夠的高質素流動資產，能夠抵禦持續30個公曆日的嚴峻流動性壓力情境。在香港，被指定為第1類機構的認可機構採用流動性覆蓋比率；第2類機構則採用流動性維持比率。詳情可參閱金管局的《監管政策手冊》單元LM-1「流動性風險監管制度」。

圖 5.7
流動性覆蓋比率



註：
1. 綜合狀況。
2. 季度平均數字。
資料來源：金管局。

圖 5.8
穩定資金淨額比率

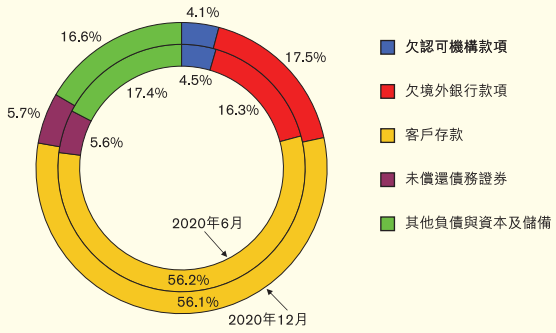


註：綜合狀況。
資料來源：金管局。

在「穩定資金淨額比率」[47]規定下最近期的比率數字亦顯示認可機構的資金狀況穩定。第1類機構的平均穩定資金淨額比率及第2A類機構的平均核心資金比率於2020年第4季分別維持在138.6%及139.5%的高位（圖5.8），分別遠高於其100%及75%的法定最低要求。認可機構流動性充裕及資金狀況穩健，表明香港銀行業能夠承受流動性衝擊。

客戶存款仍是認可機構的主要資金來源，反映銀行體系維持穩定的資金結構。在2020年年底，客戶存款佔所有認可機構總負債的比例徘徊於56.1%，與6個月前的水平相若（圖5.9）。

圖 5.9
所有認可機構的負債結構

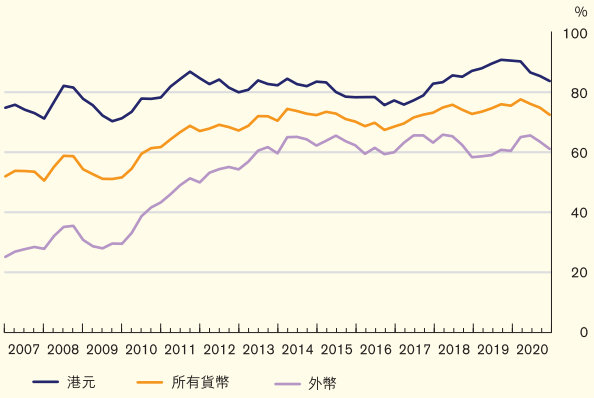


註：
1. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
2. 數字指佔總負債（包括資本及儲備）的百分比。
3. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。
資料來源：金管局。

47 《巴塞爾協定三》的平均穩定資金淨額比率要求銀行在資產組合和表外業務中保持穩定的資金狀況。在香港，第1類機構須遵守平均穩定資金淨額比率規定，而被指定為第2A類機構的第2類機構須遵守本地的核心資金比率規定。詳情請參閱《銀行業（流動性）規則》（香港法例第155Q章）。

由於所有認可機構的存款總額在2020年下半年增加，而同期貸款總額減少，故所有認可機構以所有貨幣計算的平均貸存比率由2020年6月底的76.0%下跌至2020年年底的72.3%（圖5.10）。存款總額增加大致反映其港元存款及外幣存款均有增長。相應地，截至2020年年底，平均港元貸存比率及外幣貸存比率分別下跌至83.5%[48]及61.0%，而六個月前分別為86.4%及65.5%。

圖5.10
所有認可機構的平均貸存比率

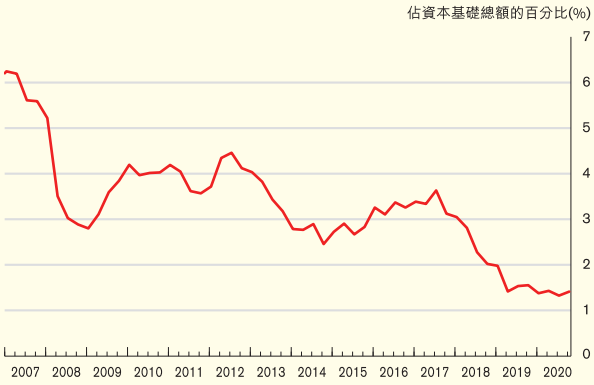


註：季度末的數字。
資料來源：金管局。

利率風險

本地註冊持牌銀行的利率風險承擔於2020年第4季維持於相對較低水平。假設在港元及美元利率上升200個基點的衝擊下，本地註冊持牌銀行的利率持倉經濟價值可能下跌的幅度，估計相當於其在2020年12月底資本基礎總額的1.41%（圖5.11）。[49]

圖5.11
港元及美元利率衝擊對本地註冊持牌銀行的影響



註：
1. 利率衝擊指港元及美元利率曲線均有200個基點的平行式上升對機構利率風險承擔的衝擊。在2020年年底，本地註冊持牌銀行的利率敏感資產、利率敏感負債及利率敏感資產負債表外持倉，大部份均以港元或美元計價。
2. 利率衝擊的影響是指對銀行帳及交易帳的經濟價值的影響[50]，按佔銀行資本基礎總額的百分比列示。
3. 由2019年6月起，利率風險承擔已按照新實施的本地「銀行帳內的利率風險」架構計算。因此，自2019年6月份起的數字不能與以往月份的數字作嚴格比較。

資料來源：金管局。

5.3 信貸風險

概述

在疫情反覆及社交距離措施收緊導致經濟衰退狀況持續的背景下，貸款及墊款總額於2020年下半年出現緩和下跌。然而，就2020年全年而言，銀行業的信貸總額仍錄得正增長，其增長速度則由2019年的6.7%顯著放緩至1.2%。

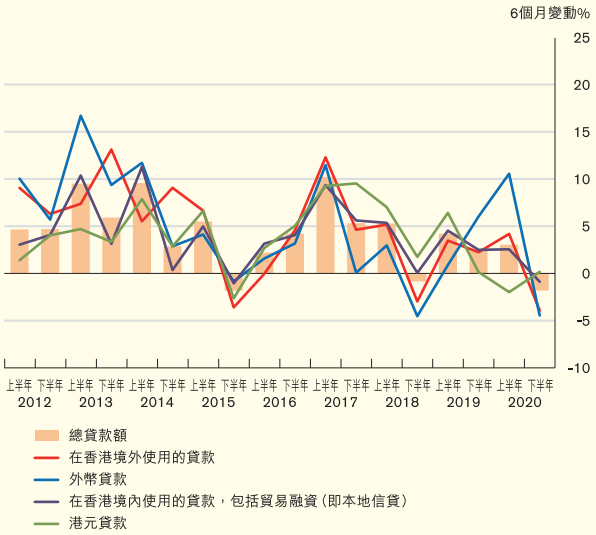
以半年計，所有認可機構的貸款及墊款總額經過在2020年上半年增長3.0%後，在下半年則減少1.8%（圖5.12）。貸款總額下跌是由於本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）及在香港境外使用的貸款均有下降。其中，本地貸款總額於下半年微跌0.9%，而在香港境外使用的貸款總額則收縮3.9%，而兩者在前六個月期間則分別增長2.6%及4.2%。

48 若計及認可機構自身的資本及儲備作為衡量資金流動性的更廣泛標準，經調整的港元貸存比率（包括客戶存款、資本及儲備、認可資本工具，以及其他資本工具作為分母）於2020年12月底約為70.7%，反映銀行業的港元流動性水平穩健。

49 此估計並無將任何銀行可能作出的緩和衝擊措施而產生的效果計算在內。如果銀行就利率衝擊作出相應的緩和措施，利率衝擊的影響將會減輕。

50 須遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構只須填報銀行帳的持倉。其他獲豁免遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構則須填報銀行帳及交易帳的總持倉。

圖5.12
貸款增長



註： 由2018年12月起，在香港／在香港境外使用的貸款的數字已作出重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。圖中所報告的自2019年起的6個月變動百分比，是根據重新分類的貸款數據計算，而直至2018年下半年的歷史變動百分比，則是根據沒有該重新分類的貸款數據計算。

資料來源：金管局。

按貨幣分析，港元貸款經過在上半年減少2.0%後，在2020年底大致維持在與6月底時相若的水平。外幣貸款在2020年上半年大幅增長10.6%後，在下半年則減少4.5%，部分反映美元貸款需求隨著全球流動性狀況改善而有所下降。

銀行業對短期信貸需求前景較6個月前稍轉樂觀。金管局2020年12月的「信貸狀況展望意見調查」顯示，預期未來三個月貸款需求將會增加的受訪認可機構的比例上升至37%，而預期同期貸款需求將會下降的比例減少至13%（表5.A）。

表5.A
預計未來3個月貸款需求

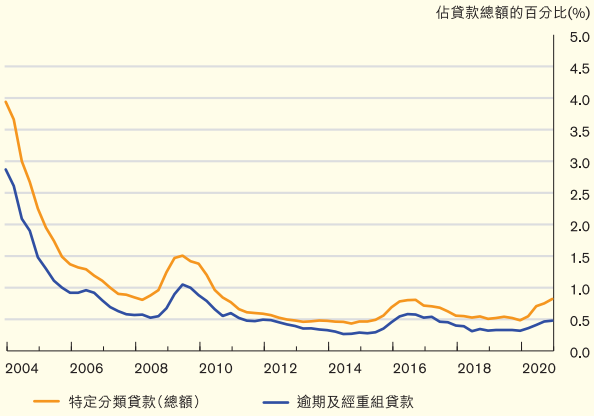
佔受訪機構總數的百分比(%)	2020年3月	2020年6月	2020年9月	2020年12月
顯著增加	0	0	0	3
略為增加	24	21	33	33
保持平穩	36	55	43	50
略為下降	40	24	23	13
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。

資料來源：金管局。

由於疫情對家庭及公司的還款能力造成不利影響，銀行的貸款質素略為轉差，但按歷史及國際標準衡量仍維持穩健。此外，貸款質素轉差的速度在2020年下半年亦有所放緩。所有認可機構的總特定分類貸款比率由6個月前的0.79%緩和上升至2020年年底的0.9%，而所有認可機構的逾期及經重組貸款比率由2020年6月底的0.49%上升至2020年年底的0.57%。就零售銀行而言，總特定分類貸款比率和逾期及經重組貸款比率分別上升至0.82%及0.48%（圖5.13）。

圖5.13
零售銀行的資產質素



註：

1. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
2. 2015年12月前的數字反映零售銀行香港辦事處及境外分行的狀況。由2015年12月起，數字覆蓋範圍擴大至零售銀行主要境外附屬公司。

資料來源：金管局。

個人貸款[51]

以半年計，個人貸款增長由2020上半年的1.5%加快至下半年的3.9%，但明顯較2019年全年12.8%的增速為低。2020年下半年個人貸款的增長是由住宅按揭貸款增長及私人貸款反彈所帶動（表5.B）。

51 個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作其他商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部份為由金融資產作抵押的私人銀行和財富管理客戶貸款、信用卡墊款及無抵押的私人貸款。於2020年年底，個人貸款佔本地貸款的比例為33.1%。在這一章節內，個人貸款亦稱為家庭負債。

表5.B
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

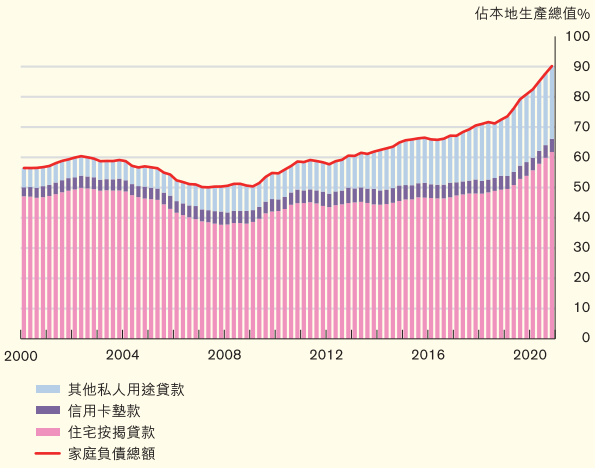
(%)	2018年 上半年	2018年 下半年	2019年 上半年	2019年 下半年	2020年 上半年	2020年 下半年
住宅按揭貸款	4.5	2.8	4.7	5.5	3.5	4.7
私人貸款	7.3	5.1	11.2	5.9	-2.4	2.2
其中：						
信用卡墊款	-5.0	10.6	-3.8	4.1	-9.0	0.0
其他私人用途貸款	10.5	3.9	14.9	6.2	-1.1	2.6
個人貸款總額	5.4	3.5	6.8	5.6	1.5	3.9

註：
1. 由2018年12月起，個人貸款的數字已經重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。表中所示的自2019年上半年起的增幅數字，是根據重新分類的貸款數據計算，而直至2018年下半年的歷史增幅，則是根據沒有該重新分類的貸款數據計算。
2. 由於認可機構先前所提交數據的分類問題，由2017年起的個人貸款數據已被修訂。

資料來源：金管局。

家庭負債佔本地生產總值的比率由2020年上半年的85.2%進一步上升至下半年的90.2%，原因是家庭負債增加（貢獻3.3個百分點）及名義本地生產總值減少（貢獻1.7個百分點）（圖5.14）。最近家庭負債佔本地生產總值的比率顯著上升，主要反映名義本地生產總值自2019年收縮，及更重要的是新型冠狀病毒疫情的影響。所以縱使2020年家庭負債增長已有所放緩，名義本地生產總值下跌仍繼續推高家庭負債比率。值得注意的是，儘管經濟活動在經濟衰退期間會快速放緩，但家庭的債務一般不需要在短期內提早償還。所以，在經濟下行期間家庭負債的調整通常較本地生產總值的調整為緩慢。我們預期，家庭負債佔本地生產總值的比率於短期內或因而維持在高位。

圖5.14
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部份

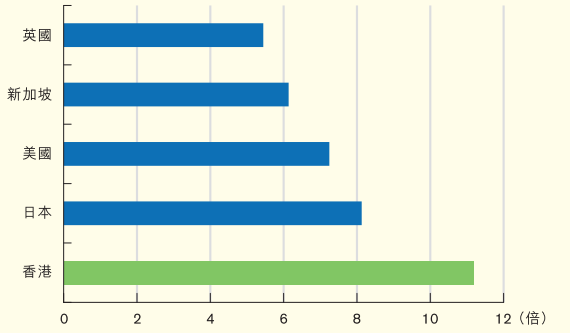


註：
1. 僅包括認可機構提供的借款。
2. 本地生產總值指按年率計本地生產總值，即連續4個季度本地生產總值的總和。
3. 由2018年12月起，家庭負債的數字已經重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。
4. 由於認可機構先前所提交數據的分類問題，由2017年起的個人貸款數據已被修訂。

資料來源：金管局。

雖然家庭負債佔本地生產總值的比率經常被用作評估家庭的財務狀況的簡單指標，但要作全面評估，仍需考慮家庭的整體資產負債狀況，包括資產水平及資產與負債的結構。我們估算，2019年香港的家庭資產淨值對負債比率為11.2倍（英國：5倍，新加坡：6倍，美國：7倍，日本：8倍）（圖5.15）；香港的家庭安全資產對負債比率亦維持在2.88倍的高水平（美國、英國、及新加坡的比率為1，日本為3倍）（圖5.16）。上述比率均屬較高水平，並高於大多數發達經濟體，顯示香港家庭整體財務狀況穩健，有強大緩衝抵禦潛在的金融及經濟衝擊。

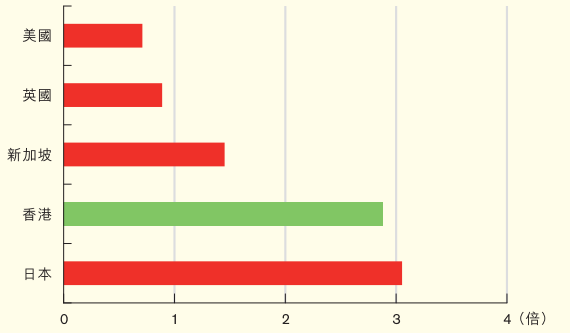
圖5.15
家庭資產淨值對負債比率



註： 日本的數字為截至2018年年底的數字，其他地區的數字則為截至2019年年底的數字。

資料來源：金管局職員估計數字，以及其他經濟體的統計機構或中央銀行數字。

圖5.16
家庭安全資產對負債比率



註： 安全資產包括存款以及硬幣和紙幣（如有數據）。就香港而言，僅包括存款。日本的數字為截至2018年年底的數字，其他所有報告的數字則為截至2019年年底的數字。

資料來源：金管局職員估計數字，以及其他經濟體的統計機構或中央銀行數字。

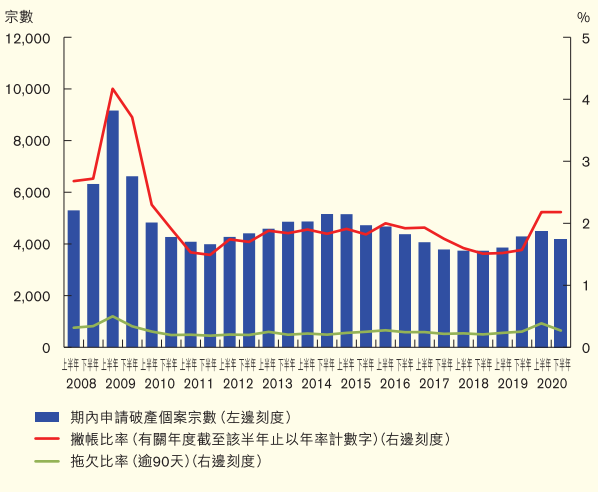
考慮到這些貸款的審慎風險管理及良好信貸質素，金管局認為涉及的信貸風險屬可控水平。超過九成的家庭負債為有抵押貸款，主要為住宅按揭貸款及以金融資產作抵押的財富管理墊款。

在住宅按揭貸款方面，自金管局2009年推出逆周期宏觀審慎監管措施以來，新批按揭貸款的平均按揭成數和平均「供款與入息比率」均處於健康水平。在以金融資產作抵押，為財富管理客戶提供的私人貸款方面，金管局一直要求銀行對此類業務採取審慎及有效的信貸風險管理措施，包括為各類金融資產抵押品訂立審慎的最高貸款與估值比率和實行有效的追加保證金及強制平倉的機制等。

此外，金管局也要求銀行審慎經營信用卡及個人無抵押貸款業務。銀行在審批信貸申請時，須了解借款人的信貸及財務狀況，仔細評估他們的還款能力。銀行同時須採取有效的貸後監控，包括定期對貸款組合進行資產質素評估。金管局會繼續密切留意銀行貸款質素的變化。

就無抵押個人貸款方面，相關的信貸風險於回顧期內仍然受控。2020年下半年的破產申請個案較半年前有所減少（圖5.17）。於2020年第4季，按年率計的信用卡撇帳比率維持在2.18%，而同期的拖欠率下降至0.27%。

圖5.17
信用卡貸款的撇帳比率及拖欠比率以及破產申請個案

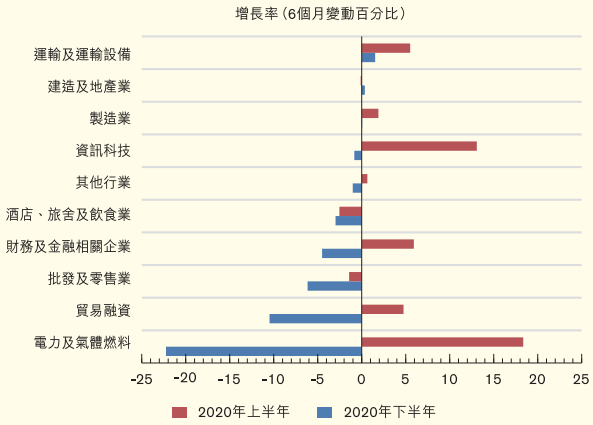


資料來源：破產管理署、金管局。

公司貸款[52]

以半年計，本地公司貸款額（包括貿易融資）經過在上半年錄得3.0%增長後，下半年減少3.1%。主要經濟行業的貸款額普遍持平或下降（圖5.18）。上述情況部分反映經濟衰退期間信貸需求疲弱，以及部分公司使用存款償還貸款。就全年變化而言，本地公司貸款2020年年底與2019年年底的水平大致相若。

圖5.18
個別行業的本地企業貸款增長



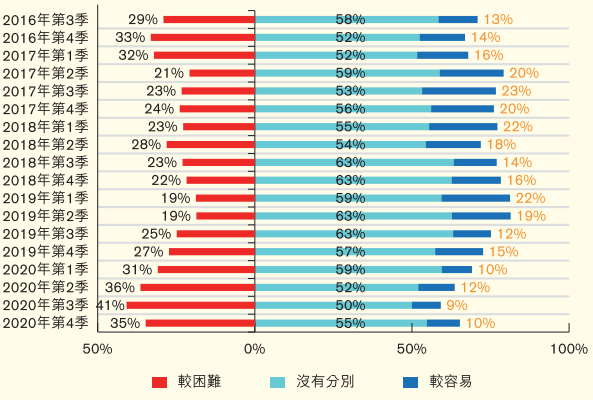
資料來源：金管局。

中小企貸款狀況需求層面的調查顯示，2020年第4季呈現改善跡象。相較於第3季的調查結果，中小企對銀行貸款批核取態（即難易程度）的觀感有所改善，有35%的受訪者認為貸款批核與六個月前相比「較困難」，低於第3季的41%（圖5.19）。與此同時，在已獲批貸款的受訪者中，有5%表示銀行的取態有所收緊，低於第3季的18%（圖5.20）。

[52] 不包括銀行同業貸款。於2020年年底，公司貸款佔本地貸款的比例為66.8%。

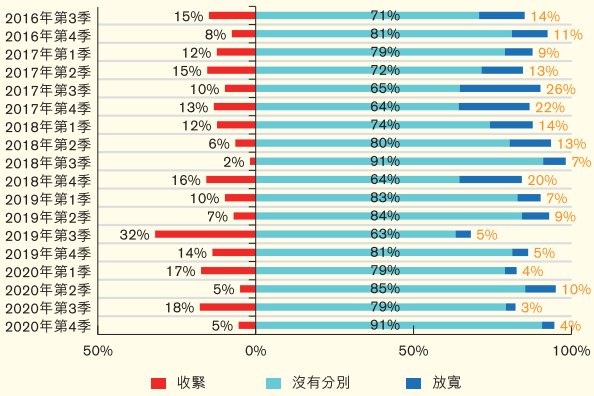
為紓緩中小企在新型冠狀病毒疫情期間的現金流壓力，金管局一直與銀行業界緊密合作，鼓勵銀行善用本身的信貸空間，為企業繼續提供貸款。具體而言，金管局將「預先批核還息不還本」計劃延長至2021年10月。截至2021年1月底，銀行已向企業客戶批出約59,000宗「還息不還本」及其他紓緩措施，涉及金額約7,500億港元。此外，香港按揭證券有限公司（按證公司）將中小企融資擔保計劃下八成及九成信貸擔保產品的延遲償還本金措施延長六個月至2021年3月底。至於新推出的「百分百擔保特惠貸款」，按證公司於2020年9月將每家企業最高貸款額由6個月僱員薪金及租金的總和提高至12個月（最高500萬港元），並將最長還款期由3年延長至5年。截至2021年1月底，百分百擔保產品共批出427億港元貸款，惠及超過20,000家企業，涉及260,000名僱員。在2021年2月，按證公司宣佈延長「百分百擔保特惠貸款」的申請期至2021年12月31日，並進一步提高每家企業最高貸款額至18個月僱員薪金及租金的總和（最高600萬港元），而特惠貸款的最長還款期由5年延長至8年。在確保銀行體系穩健的前提下，金管局將不時檢討各項措施的延長方案。

圖5.19
中小企對銀行貸款批核取態（即難易程度）的觀感（與六個月前相比）



註：撇除回答「沒意見／不知道」的受訪者。
資料來源：金管局。

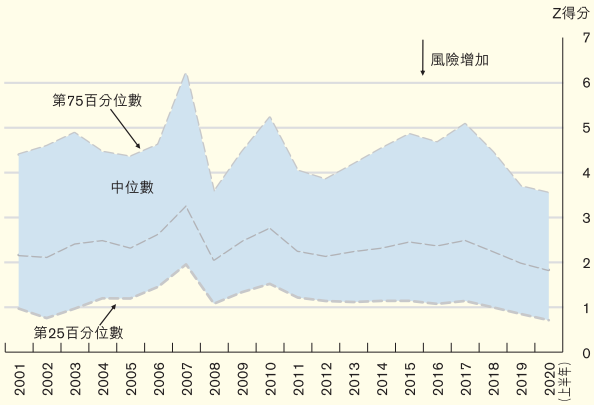
圖5.20
中小企表示銀行就已批出貸款取態的變動



註：僅包括已獲批貸款的受訪者。
資料來源：金管局。

由於公司業務普遍受到疫情打擊，其財務狀況略為轉差。根據在香港上市的所有非金融類公司的會計數據，Altman的Z得分（一項衡量非金融類公司違約風險的指標）在2020年上半年普遍下跌，顯示這些公司的財務狀況轉差（圖5.21）。不過，公司強制清盤的提交呈請書的數目僅由2019年的419宗輕微上升至2020年的449宗，部分反映支援措施政策的效果。

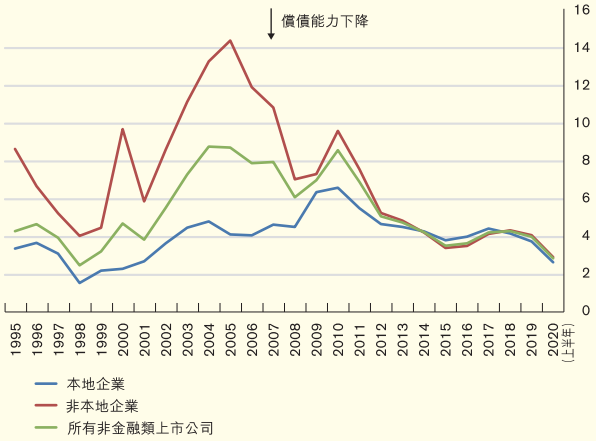
圖5.21
香港非金融類上市公司的Altman的Z得分



註：
1. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。
2. 所有數字以截至2021年2月底止的資料計算。
資料來源：金管局職員根據彭博彙編的估算值進行計算。

與基於Altman的Z評分的觀察結果一致，衡量本地及非本地上市公司償債能力的加權平均利息覆蓋率同期亦有所惡化（分別為圖5.22中的藍線及紅線），主要由於疫情期間公司盈利下降。

圖5.22
香港非金融類上市公司的利息覆蓋率

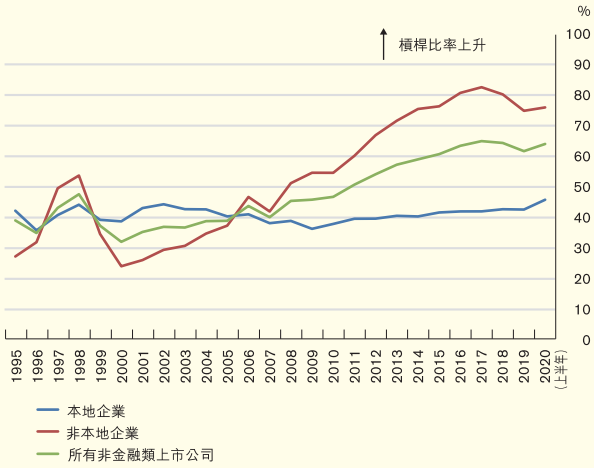


註：
1. 加權平均數。
2. 利息覆蓋率按息稅前利潤除以利息支出總額計算。數值下降表示債務負擔能力轉差。
3. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。本地及非本地公司分別指在香港境內及境外設置總部的上市公司。
4. 所有數字以截至2021年2月底止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

與此同時，作為衡量公司槓桿的常用指標，本地及非本地公司的加權平均負債與股東權益比率在2020年上半年均溫和上升（圖5.23）。這可能反映在疫情期間及在低息環境下，公司為應對現金流壓力或基於能夠以較低的成本借貸加強其流動資金緩衝，因此對資金的需求有所增加。

圖5.23
香港非金融類上市公司的槓桿比率



註：
1. 加權平均數。
2. 槓桿比率的定義為負債與股東權益比率，數值越高表示槓桿越高。
3. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。本地及非本地公司分別指在香港境內及境外設置總部的上市公司。
4. 所有數字以截至2021年2月底止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

自全球金融危機後，非本地公司槓桿比率的上升趨勢主要由在香港上市的內地公司所帶動。根據在香港上市的公司的樣本，專題4分析在低息環境下這些內地公司槓桿比率上升的主要推動因素，及對此現象作全面評估。

分析結果顯示，投資活動增加是這些內地公司槓桿比率在全球金融危機之後上升的其中一個重要推動因素，因為長期低息環境減低它們的外部融資成本。值得留意的是，相較於同樣處於長期低息環境下的本地公司，內地公司平均而言對較具生產力的投資機會相應地會分配更高的投資比率，同樣地這些內地公司的資本回報率的升幅亦較本地公司顯著。

展望未來，雖然疫苗的推出有助全球經濟復甦，但經濟活動回復到疫情前的水平需時。艱難的商業環境可能仍會持續一段時間，對公司的財務狀況繼續構成壓力。因此，銀行應對其信貸風險管理保持警惕，以及密切監察公司借款人的財務狀況的任何變化。

中國內地相關貸款及非銀行類客戶風險承擔

銀行業的內地相關貸款總額由2020年6月底的47,900億港元(佔總資產的17.2%)下跌4.9%至2020年12月底的45,530億港元(佔總資產的15.6%)(表5.C)。其他非銀行類客戶風險承擔則上升至18,260億港元(表5.D)。

表5.C
內地相關貸款

十億港元	2020年3月	2020年6月	2020年9月	2020年12月
中國內地相關貸款	4,765	4,790	4,827	4,553
中國內地相關貸款(不包括貿易融資)	4,435	4,463	4,523	4,292
貿易融資	330	326	304	261
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,973	1,985	1,882	1,733
本地註冊認可機構*	2,060	2,087	2,208	2,048
本地註冊認可機構設於中國內地的銀行附屬公司	732	718	737	772
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,993	2,036	1,978	1,809
中國內地民營企業	1,313	1,288	1,369	1,309
非中國內地企業	1,460	1,466	1,479	1,435

註：
1. *包括在本地註冊認可機構的內地分行入賬的貸款。
2. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

表5.D
其他非銀行類客戶風險承擔

十億港元	2020年3月	2020年6月	2020年9月	2020年12月
可轉讓債務工具及其他資產負債表內的風險承擔	1,184	1,202	1,232	1,353
資產負債表外的風險承擔	408	404	434	473
總計	**1,592**	**1,607**	**1,666**	**1,826**

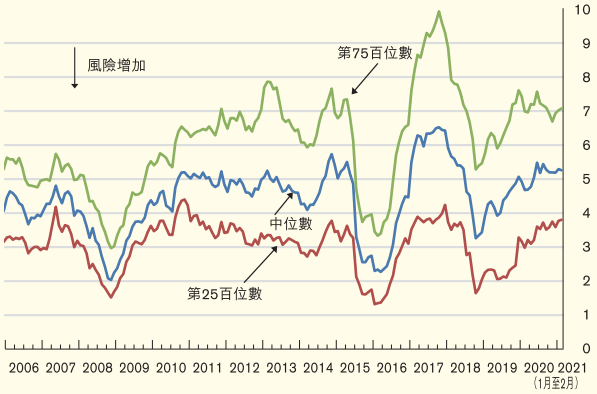
註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

銀行業的內地相關貸款的資產質素轉差步伐轉趨穩定。所有認可機構的中國內地相關貸款的總特定分類貸款比率[53]由2020年6月底的0.94%微升至2020年12月底的0.96%。

[53] 數字涵蓋認可機構的香港辦事處、內地分行及附屬公司。

與此同時，一項根據市場資料計算並具前瞻性的指標亦顯示，內地公司的違約風險有趨於穩定的跡象。違約距離指數[54]的中位數及第25百分位數徘徊在與六個月前相似的水平(圖5.24)。內地公司的違約風險趨於穩定，可能是受內地經濟活動顯著復甦而帶動。

圖5.24
內地企業的違約距離指數



註： 違約距離指數乃根據上海證交所A股180指數非金融類成份股公司(即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司)計算得出。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

然而，值得留意的是，其他下行風險因素，例如中美關係仍未明朗及疫情過後可能出現的公司業務重組，或會令內地公司的前景蒙上陰影。銀行應提高警覺，密切監察內地公司的財務狀況，並對內地相關貸款的信貸風險管理保持警惕。

[54] 違約距離是根據市場資料計算的違約風險指標，基礎是來自R. Merton (1974)，「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第29期，第449至470頁所提出的架構，其中指出股價、股市波幅及公司財務負債是決定違約風險的因素。本質上，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。

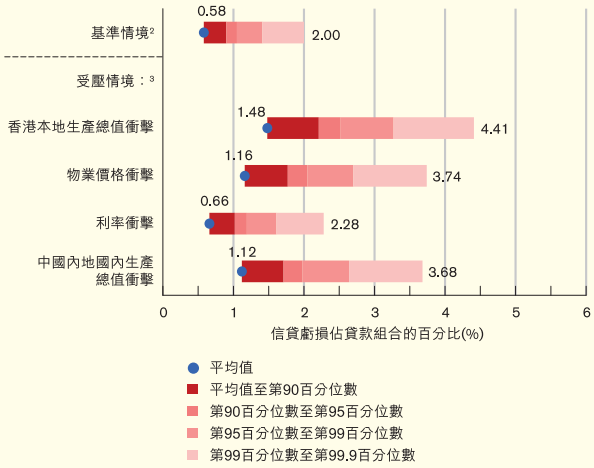
信貸風險宏觀壓力測試[55]

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果顯示，香港銀行業仍保持穩健，應能抵禦嚴重的宏觀經濟衝擊，例如類似亞洲金融危機期間出現的衝擊。圖5.25使用截至2020年第4季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊[56]下，零售銀行於2022年第4季的模擬信貸虧損比率。

根據在受壓情況下的估算，在各種假定的宏觀經濟衝擊後兩年內，預期信貸虧損將處於溫和水平，介乎0.66%(利率衝擊)至1.48%(香港本地生產總值衝擊)之間。

考慮到尾端風險，銀行在受壓情況下的信貸虧損比率(置信水平為99.9%)介乎2.28%(利率衝擊)至4.41%(香港本地生產總值衝擊)之間。然而，鑑於在過去兩年本港已經歷嚴重的經濟衰退，而在這低基數上再出現本地生產總值急劇下跌的可能性極微，因此發生如此極端情況的機率非常低。[57]

圖5.25
模擬信貸虧損分布的平均值及估計虧損風險值[1]



註：

1. 有關評估將2020年第4季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙地卡羅(Monte Carlo)模擬法得出各種情境下的信貸虧損分布。
2. 基準情境：兩年期間並無出現衝擊。
3. 受壓情境：

   香港本地生產總值衝擊：香港的實質本地生產總值於2021年第1季至2021年第4季連續4季各自分別減少2.7%、2.4%、1.7%及1.6%。

   物業價格衝擊：香港的實質物業價格由2021年第1季至2021年第4季連續4季平均而言每季減少約12%。

   利率衝擊：實質利率(香港銀行同業拆息)於第1個季度(即2021年第1季)上升300基點，於第2及3個季度保持不變，於第4個季度(即2021年第4季)則再上升300基點。

   中國內地國內生產總值衝擊：實質國內生產總值按年平均增長率由2021年第1季起的4個季度為2%。

資料來源：金管局職員估計數字。

5.4 系統性風險

雖然疫苗的推出令全球經濟前景出現曙光，但疫情反覆對經濟活動造成的潛在創傷效應及其他下行風險因素，仍然無可避免地為香港銀行業帶來多方面挑戰。

經濟復甦的走勢仍然不明朗，這將視乎疫苗的功效及各個經濟體推行疫苗接種的速度。由於公司及個人的還款能力在疫情下已有所削弱，一旦經濟復甦的步伐或幅度遜於預期，銀行貸款組合的信貸風險可能會進一步轉差。

55 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。本報告中呈列的信貸虧損估計數字乃根據一個經修訂的模型公式計算得出，該模型公式詳情載於黃學元等人(2006)，「A framework for stress testing banks' credit risk」，《Journal of Risk Model Validation》，第2期，第1號，第3至23頁。本報告中所有的估計數字均不能與往期報告中的估計數字作嚴格比較。

56 除中國內地國內生產總值衝擊外，有關衝擊設定為與亞洲金融危機期間所見的衝擊相若。

57 若假設香港本地生產總值會承受相若於亞洲金融危機期間所見的衝擊時，模型結果顯示，估算的信貸虧損比率有少於0.1%機會達到接近亞洲金融危機後錄得的估算虧損水平(即4.4%)。

鑑於香港公營部門及銀行業已積極推出多項紓困措施，香港出現大規模的個人及公司破產的風險目前受到控制。為繼續協助社會各界渡過經濟難關，金管局已延長多項支援有需要公司及人士的紓困措施。[58]

不過，由於個別公司的債務或在疫情期間上升，這可能對它們的財務狀況造成較大的中期壓力。此外，疫情亦可能從結構層面改變個別公司的營商環境，令市場憂慮這些公司的過往營運模式在疫情過後是否仍然可以持續。以上因素均可能對銀行管理其公司貸款組合的相關信貸風險構成較長期的挑戰。因此，銀行應維持審慎的信貸風險管理，及評估疫情對其公司借款人財務狀況的潛在長期影響。

地緣政治風險，尤其是與中美關係有關的政治風險，仍需密切監察。地緣政治風險升級或會進一步加劇本已嚴峻的經濟形勢，繼而可能對香港銀行業產生不利影響。

儘管如此，香港銀行業的穩健資本及流動性狀況，應能提供強大緩衝以抵禦上述的下行風險。

香港的逆周期緩衝資本(CCyB)

CCyB是國際協定的《巴塞爾協定三》標準的一部份，目的是提升銀行業對與整體信貸增長過度相關的系統性風險的抵禦能力。該緩衝可於經濟不景氣時運用，以便銀行能繼續提供信貸，藉以支持實體經濟。最新在2021年1月28日公布，適用於香港的CCyB比率為1.0%。[59]

在定出CCyB比率時，金融管理專員已考慮多項指標(表5.E)，包括「緩衝資本參考指引」(根據信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，以及住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距，為CCyB比率提供指引的衡量標準)。[60] 然而，釐定香港適用的CCyB比率並非機械式的過程，金融管理專員除參考緩衝資本參考指引外，還會參考多項指標(「全面參考指標」)。[61]

就最新情況而言，基於2020年第3季數據計算所得的緩衝資本參考指引表明CCyB應為2.5%(向下調整至最接近的25個基點的倍數後)。[62] 根據所有可得數據作出的預測顯示，在取得2020年第4季所有相關數據後，緩衝資本參考指引很大可能反映CCyB比率會低於此水平，而緩衝資本參考指引在目前情況下將較為波動。

然而，從一系列全面參考指標，以及在2021年1月作出決定時可取得的所有相關資料顯示，香港經濟環境仍處於相當不明朗的狀況。金融管理專員認為現階段較適宜將CCyB比率維持於1.0%，並繼續觀察未來幾季的情況。

金融管理專員會繼續密切監察香港的信貸及經濟狀況，並會每季或更頻密地檢討CCyB比率。

58 詳情請參閱以下網頁(https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/banking/banking-regulatory-and-supervisory-regime/riding-out-the-covid-19-challenge/)。

59 詳情請參閱於2021年1月28日向認可機構發出的CCyB公布(https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/banking/banking-legislation-policies-and-standards-implementation/countercyclical-capital-buffer-ccyb/)。

60 信貸與本地生產總值差距即信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，而物業價格與租金差距即住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距。

61 包括銀行、企業及個人的槓桿比率；償債能力；銀行業的盈利及資金狀況；以及各種宏觀經濟失衡的指標。

62 根據金管局《監管政策手冊》單元CA-B-1第3.2.5節，CCyB比率會以25基點的倍數表示(不作四捨五入)。因此，緩衝資本參考指引會發放以25基點的倍數將現有CCyB調高或調低的訊息。

表5.E
香港適用的CCyB比率相關資訊

	2020年7月7日	2020年10月12日	2021年1月28日
經發佈CCyB比率	1.0%	1.0%	1.0%
生效日期	07/07/2020	12/10/2020	28/01/2021
緩衝資本參考指引	2.3%	2.5%	2.5%
巴塞爾共用參考指引	2.5%	2.5%	2.5%
物業緩衝資本指引	1.8%	2.5%	2.2%
綜合CCyB指引	2.3%	2.5%	2.5%
CCyB參考上限	無	無	無
主要差距指標			
信貸／本地生產總值差距	36.4%	36.6%	24.1%
物業價格／租金差距	7.7%	10.5%	9.0%
主要壓力指標			
3個月香港銀行同業拆息利率與無風險利率指標的息差*（百分點）	0.61%	0.38%	0.21%
特定分類貸款比率季度變動（百分點）	0.06%	0.16%	0.04%

註：

1. 各項CCyB指引的數值、CCyB比率參考上限，以及其各自的輸入變量，都是以相關檢討或發布日之前可以取得的公開數據為依據，不一定是每季末可以取得的最新數據（有關各項變量的解釋，請參考《監管政策手冊》單元CA-B-1）。如果有CCyB發布，發布日期會顯示於相應列頂。如果沒有CCyB發布，列頂則會顯示進行CCyB檢討的季度（通常接近季末）。
2. *金管局已檢討適當的無風險利率指標（先前定為「3個月隔夜指數掉期利率」），並決定將銀行同業風險息差的定義修訂為3個月香港銀行同業拆息與3個月外匯基金票據收益率的息差，此修訂自2017年4月起生效。

資料來源：金管局。

表5.F載列銀行業的主要表現指標。

表 5.F
銀行業的主要表現指標[1](%)

	12/2019	9/2020	12/2020
利率			
1個月香港銀行同業拆息[2](季度平均數)	2.16	0.34	0.27
3個月香港銀行同業拆息(季度平均數)	2.30	0.53	0.42
最優惠貸款利率[3]與1個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	2.88	4.66	4.73
最優惠貸款利率與3個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	2.74	4.47	4.58
綜合利率[4]	1.09	0.36	0.28
		所有認可機構	
資產負債表狀況[5]			
存款總額	1.3	4.9	-1.8
港元	0.0	8.4	-4.4
外幣	2.7	1.5	1.1
貸款總額	0.7	3.2	-4.8
本地貸款[6]	0.6	4.7	-5.3
在香港境外使用的貸款[7]	0.8	-0.4	-3.6
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	7.8	-0.1	3.9
持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證)	-0.4	0.1	3.9
資產質素			
佔貸款總額百分比[8]			
合格貸款	98.10	97.42	97.29
需要關注貸款	1.33	1.74	1.81
特定分類貸款[9](總額)	0.57	0.84	0.90
特定分類貸款(淨額)[10]	0.28	0.47	0.50
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.34	0.56	0.57
中國內地相關貸款的特定分類貸款比率(總額)[11]	0.75	0.96	0.96
流動性比率(綜合)			
流動性覆蓋比率 — 適用於第1類機構(季度平均數)	159.9	156.8	155.1
流動性維持比率 — 適用於第2類機構(季度平均數)	56.4	55.9	57.9
穩定資金淨額比率 — 適用於第1類機構	131.7	133.6	138.6
核心資金比率 — 適用於第2A類機構	134.4	139.2	139.5
		零售銀行	
盈利			
貸款減值撥備佔平均資產總額的比率(有關年度截至該月止以年率計)	0.08	0.11	0.12
淨息差(有關年度截至該月止以年率計)	1.63	1.24	1.18
成本與收入比率(有關年度截至該月止)	39.5	44.3	46.8
		受訪機構	
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.03	0.04	0.04
信用卡貸款			
拖欠比率	0.25	0.33	0.27
撇帳率 — 按季年率計	1.64	2.53	2.17
— 有關年度截至該月止以年率計	1.57	2.28	2.18
		所有本地註冊認可機構	
資本充足比率(綜合)			
普通股權一級資本比率	16.5	16.3	16.7
一級資本比率	18.5	18.3	18.7
總資本比率	20.7	20.3	20.7
槓桿比率	8.2	8.1	8.2

註：

1. 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
2. 香港銀行同業拆息由香港銀行公會所公布。
3. 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
4. 綜合利率是指銀行帳冊上所有港元利率敏感負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及並無牽涉正式支付利息但其價值對利率變動敏感的所有其他負債(如港元不計息活期存款)。詳情載於金管局網站。
5. 季度變動。
6. 在香港使用的貸款及貿易融資。
7. 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。
8. 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的境外分行及境外主要附屬公司。
9. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
10. 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
11. 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的中國內地分行及附屬公司。

專題4
長期低息環境對在香港上市內地公司實體經濟活動的影響

引言

按國際清算銀行統計數字，在全球金融危機後變得普遍的長期低息環境下，新興市場經濟體的非金融類公司債務已由2008年底約9萬億美元大幅增至2019年底的31萬億美元。一旦影響金融市場及實體經濟的負面衝擊發生，其影響可能會因為企業槓桿高企而加劇，從而對金融體系構成系統性風險。因此，非金融類公司的債務積累已經引起各國中央銀行及國際機構的關注。

在低息環境下，香港的企業槓桿比率亦呈現相似的上升趨勢。根據在香港上市的公司的財務資料計算，它們的加權平均負債與股東權益比率由2008年底的45.3%顯著上升至2019年底的61.6%。[63] 香港上市的公司的槓桿比率上升，主要是由總部設於香港以外的公司所帶動，尤其是總部設於中國內地的公司（以下稱為「內地公司」），而總部設於香港的上市公司（以下稱為「本地公司」）的槓桿比率則大致維持穩定。[64]

雖然我們的確需要留意內地公司的槓桿比率呈上升趨勢對金融體系穩定性的影響，但我們亦需要全面評估這些內地公司在運用募集的資金時，是否用得其所或有多大程度上投放於具生產力的投資項目，因為這將直接影響內地公司將來的債務負擔能力。如果內地公司是為了投放資金於具生產力的投資項目而進行融資，相比於僅考慮它們槓桿比率上升的現象，我們需要擔憂它們財務狀況脆弱性的程度或能減少。鑑於香港金融業對內地公司持有重大的債權承擔，因此從金融體系的穩定性角度衡量，我們有需要進一步了解這些投資的性質、生產力及效率。

在上述背景下，本專題旨在闡明以下兩個問題：(1) 在香港上市的內地公司的槓桿上升，是否由於融資條件在低息環境下放寬而導致公司投資活動增加所致？(2) 如果上述答覆為「是」，那麼所增加的投資有多大程度是由投資效率所驅動，而非由其他不具經營績效的動機所驅動（例如「建立商業帝國」行為）。[65, 66]

實證框架

本研究基於內地公司與本地公司在融資方面存在體制差異，而採用「雙重差分」方法建構實證框架。體制差異是指，內地公司通過金融市場獲得融資的渠道一般較為有限，從而導致其投資決策較容易受外部融資成本的變化影響。相比之下，本地上市公司通常較容易從不同的來源及更多元化的投資者類別獲取資金。就此而言，本地公司的融資決定對利率環境變化的敏感度應略低於內地公司。基於此體制差異，我們提出下述的識別假設，來探討長期低息環境帶來的後果：即假設本地公司的表現，可以模擬內地公司在利率環境不變情況下的狀態。相關模型具體如下：

$$y_{i,t} = \beta \times Post_t \times Mainland_i + b \times Controls_{i,t} + \alpha_i + \tau_t + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)$$

其中i表示公司，t表示年份。變數y代表因變量，包括公司的槓桿比率（以債務與資產比率衡量）、投資比率及現金持有量比率（兩者均除以公司資產作計算）。後兩個因變量是用於探討公司在借取資金後會如何運用。為表示長期低息環境期間，「$Post$」在

63 非金融類公司負債佔本地生產總值的比率是另一項常用的指標。該指標亦由2008年的128%上升至2019年底的225%。然而，我們必須小心解讀該指標的水平，因為該指標通常會誇大香港的企業槓桿狀況。這是由於香港作為國際金融中心，讓許多跨國及非本地公司能夠從香港借款為其海外業務融資。這些公司的經濟活動及對應的收入並未能充分反映於香港的本地生產總值中。

64 詳情請參閱圖5.23。

65 「建立商業帝國」行為通常指管理人員為達到增加個人或機構的權力及影響力的規模及範圍的目的，相應地作出的商業方面舉動。

66 詳情請參閱 Jin (2021)，"長期低息環境對在香港上市內地公司實體經濟活動的影響"，香港貨幣及金融研究中心工作文件（即將出版）。

2009年及其後年份會等於1來，而其他年份則為0。當某公司為內地公司時，「*Mainland*」等於1，否則等於0。「*Controls*」包括公司的規模、盈利能力、有形資產、股價淨值比作為控制變量。[67] α 表示公司固定效應，τ 則表示行業*時間固定效應。我們關注的系數是 β，此系數反映在長期低息環境下，內地公司組別相對於本地公司組別的因變量變化的差異。[68]

在長期低息環境下內地公司槓桿上升的潛在驅動因素分析

表B4.1匯報方程(1)的估算結果。第一欄顯示，內地公司的槓桿比率對長期低息環境的反應平均較本地公司更為顯著。具體而言，內地公司槓桿比率在全球金融危機前後兩個時期的上升變化，較本地公司同一比率在兩個期間的變動，平均高出約3個百分點(即長期低息環境對內地公司產生的影響)。鑑於全球金融危機之前，內地公司的平均債務與資產比率僅為26%左右，上述差異在經濟層面亦十分顯著。

表B4.1
企業政策的估算結果

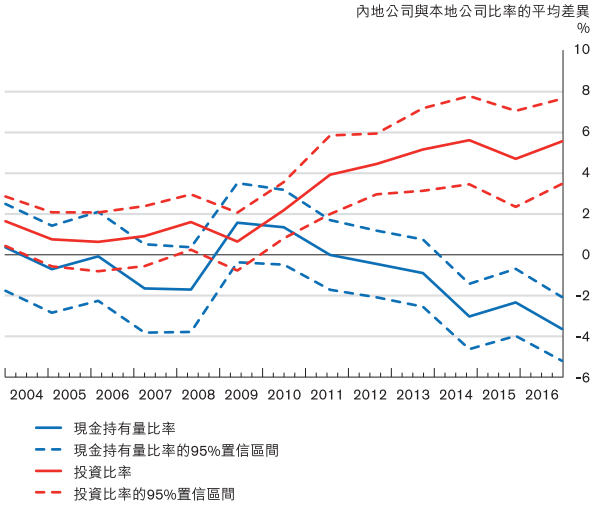
因變量	槓桿比率	投資比率	現金持有量比率
Mainland*Post	0.030***	0.015***	-0.002
規模	0.043***	0.011***	-0.036***
有形資產	-0.107***	0.004	0.023***
股價淨值比	0.168***	0.001	-0.195***
資產回報率	-0.004***	0.005***	0.005***
槓桿		-0.007	-0.105***
現金流		-0.022**	0.082***
公司固定效應	有	有	有
行業*時間固定效應	有	有	有
樣本數目	13,065	13,059	13,064
經調整R平方	0.630	0.366	0.614

註：***、**、*表示估計系數分別有1%、5%及10%的統計顯著水平。

就資金運用方面，迴歸模型結果顯示，內地公司投資比率在低息環境前後的變化，平均較本地公司投資比率的變化高出約1.5個百分點(即表B4.1第2欄)。與此同時，兩個公司組別的現金持有量比率，在低息環境期間的變化，在統計學上沒有顯著差異(即第3欄)。綜合而言，研究結果表示，內地公司槓桿比率的上升，主要是在長期低息環境下的投資活動提高所帶動，而非源自其他動機(例如囤積現金)。

圖B4.1顯示內地公司與本地公司之間平均投資比率在各年份的差異，大致類似於上述的模型結果。該差異水平由在全球金融危機之前幾乎為零，轉變至後來的在統計水平上顯著的正數，其中兩者差距在2016年更擴大至6個百分點[69]。

圖B4.1
在香港上市的內地公司與本地公司之間投資比率及現金持有量比率的差異



註：實線表示平均差異，虛線表示95%置信區間(CI)。
資料來源：彭博及金管局職員計算數字。

[67] 當公司的投資與資產比率及現金持有量比率作為因變量時，我們會加入公司的槓桿比率及現金流作為額外的控制變量。

[68] 在剔除2008年後已不再在香港上市或者在2009年之後才上市的公司後，是次研究最終使用的樣本包括522家上市的內地公司及730家上市的本地公司，樣本涵蓋時間則包括2003年至2016年。

[69] 這數字會高於迴歸模型結果(即1.5%)，是由於迴歸模型實際上會計算在2009年至2016年的平均投資比率差距。

評估內地公司投資活動的效率

基於上述結果，一個引伸的跟進問題是，公司在多大程度上將這些借取的資金運用於具生產力的投資機會。一方面，有人認為內地公司在長期低息環境下面對的財務限制有所放寬，因此它們能夠投放更多資金於能增加公司價值（即正現淨值）的投資機會，從而能提升其投資效率。另一方面，亦有人認為，根據代理問題理論，內地公司也可能是利用較低的財務成本，進行過度及不具經營績效的投資活動。[70]

為探討到底哪種觀點更能解釋內地公司在低利率環境下的投資活動的情況，我們進行更仔細的實證研究。我們首先衡量內地公司的投資-Tobin's q敏感度[71]，探討內地公司投資活動會否對良好投資機會（即較高淨現值的投資）配置更高的投資比率。[72] 理論上，如果公司遇上更多良好的投資機會，最理想的做法是加大投資比率，以實現股東價值最大化。因此，當投資-q敏感度為正值時，這可能代表內地公司的投資決策是較高效率的。相反，若投資-Tobin's q敏感度在統計水平上不顯著或甚至為負值時，則可能反映內地公司的投資決策是更基於管理偏好等其他因素，而非Tobin's q所代表的良好投資機會。我們的實證結果發現，在全球金融危機過後的低息環境下，其Tobin's q值較高的內地公司（即面對更多良好投資機會的公司）在低息環境下的投資敏感度往往較本地公司為高。[73]

另外，透過對公司的股東權益回報率作雙重差分估算，我們審視內地公司的營運效率在低息環境下有否提升。如果內地公司在低息環境下過度增加及投放資源於普遍不具經營績效的投資活動，我們應該會觀察到在同一期間內地公司的股東權益回報率普遍低於本地公司。然而，實證結果表明，內地公司在低息環境期間前後錄得的股東權益回報率的變化，較本地公司在同期錄得的變化，平均而言上升幅度更高（表B4.2）。這一結論，亦與上述內容指出，內地公司在低息環境下對良好投資機會的敏感度高於本地公司的結論吻合。

表B4.2
營運效率的估算結果

因變量	股東權益回報率
Mainland* Post	0.054***
控制變量	有
公司固定效應	有
行業*時間固定效應	有
樣本數目	13,988
經調整R平方	0.217

註：***、**、*表示估計系數分別有1%、5%及10%的統計顯著水平。

結語

本研究發現，自全球金融危機之後的投資活動增加，是在香港上市的內地公司槓桿比率上升的其中一個重要推動因素，這是由於長期低息環境令它們面對的外部融資成本有所降低。值得留意的是，相較於同樣處於長期低息環境下的本地公司組別，內地公司組別平均而言對較具生產力的投資機會相應地會分配更高的投資比率，同樣地這些公司的資本回報率的平均升幅亦較顯著。上述實證結果表明，在香港上市的內地公司的槓桿及投資增加，較大程度上是由於它們面對的融資條件限制有所放寬而推動。不過，鑑於上述結果反映的是所有在香港上市的內地公司的整體經濟表現，而非個別內地公司的經濟表現，我們必須小心解讀相關結論。

70 代理問題理論認為，管理人員所控制的資源及其權力會隨著公司資產增長而增加，相應地他們進行過量投資及建立「商業帝國」的誘因亦會提高。在此情況下，當外部融資成本降低時，公司即使在相關投資回報為負時，亦會繼續進行更多投資。

71 Tobin's q的定義是，公司實體資產的市場價值對其資產重置成本的比率，具體計算方式如下：（總資產＋權益的市場價值－權益的賬面價值）／資產的賬面價值。如果該比率的值大於1，表明公司的未來潛在價值大於其當前的重置成本。該比率通常被用作衡量公司投資機會的代理指標。

72 具體而言，我們再次計算有關公司投資的方程(1)，其中將$Post_t \times Mainland_i \times Tobin's\ q$的三重交互作用項亦納入其中。當交互作用項的系數為正值時，這代表內地公司在長期低息環境下，其進行的投資活動會更敏感於良好的投資機會。

73 三重交互作用項$Post_t \times Mainland_i \times Tobin's\ q$的系數為0.005，並具有1%的統計顯著水平。這反映在低息環境下，內地公司的投資-q敏感度上升變化，較本地公司的上升變化平均高出0.5個百分點。

本項研究的其中一個重要意義是，雖然在長期低息環境下企業槓桿持續的上升，或可能是對公司部門財務狀況穩健程度的一個警號，但我們仍需要作進一步的全面評估以探究企業槓桿上升的潛在推動因素，從而更清晰這些現象對金融體系穩健性的影響。鑑於香港金融業對內地公司持有重大的債權承擔，以及低息環境可能維持更長時間，因此我們應密切監察內地公司的財務狀況。

詞彙

總結餘

設於中央銀行的結算戶口及儲備帳戶的結餘總額。在香港，總結餘是指設於金管局的結算戶口結餘總額。總結餘是貨幣基礎的一個組成部分。

認可機構

根據《銀行業條例》獲認可經營接受存款業務的機構。香港實行三級銀行發牌制度，分為持牌銀行、有限制牌照銀行及接受存款公司。

最優惠貸款利率

銀行用作釐定貸款利率的基準利率。在香港，最優惠貸款利率是釐定按揭貸款利率的參考基準。

負債證明書

財政司司長根據《外匯基金條例》發出的證明書，由發鈔銀行持有，為其發行的銀行紙幣提供支持。

綜合消費物價指數

這是指香港的主要消費物價指數。政府統計處以不同開支範圍的住戶為對象編製3項不同的消費物價指數。甲類消費物價指數的對象是開支在較低範圍的住戶，約佔本港全部住戶50%；乙類消費物價指數的對象是開支在中等範圍的住戶，約佔全部住戶30%；丙類消費物價指數的對象是開支在較高範圍的住戶，約佔全部住戶10%。綜合消費物價指數是根據上述所有住戶的整體開支模式編製，以反映整體消費物價通脹。

綜合利率

綜合利率是指銀行帳冊上所有港元利率敏感負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及並無牽涉正式支付利息但其價值對利率變動敏感的所有其他負債(如港元不計息活期存款)。綜合利率是根據佔銀行體系港元客戶存款主要份額的零售銀行所提供的資料編製。應注意綜合利率只反映平均利息支出，並未涵蓋借出貸款涉及的其他成本，如營運成本(如員工及租務支出)、信貸成本及對沖成本。

兌換保證

中央銀行或貨幣發行局承諾按照固定匯率將本地貨幣兌換為外幣(或將外幣兌換為本地貨幣)的保證。以香港而言，金管局提供港元匯率強於及弱於聯繫匯率7.80的雙向兌換保證。根據強方兌換保證，金管局承諾在7.75的水平向持牌銀行買入美元。根據弱方兌換保證，金管局承諾在7.85的水平向持牌銀行出售美元。在7.75至7.85的兌換範圍內，金管局可選擇進行符合貨幣發行局運作原則的市場操作。這些市場操作的目的是為確保貨幣及外匯市場暢順運作。

兑換範圍

由弱方及強方兑匯保證匯率為上下限的美元兑港元的匯率範圍，金管局可以在這個範圍內選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作。

外匯基金票據及債券

金管局為外匯基金發行的債務工具，並由外匯儲備提供十足支持。金管局已承諾只會在有資金流入的情況下才發行新的外匯基金票據及債券，以確保增發的外匯基金票據及債券得到外匯儲備的十足支持。自1999年4月1日起，貨幣基礎可跟隨外匯基金票據及債券所支付的利息數額相應增加，而所付利息是透過增發外匯基金票據及債券來吸納。由於支持貨幣基礎的美元資產所得的利息收入已為外匯基金票據及債券所付的利息提供支持，因此這項新措施符合貨幣發行局的規定。

貨幣基礎

中央銀行貨幣負債的組成部份。貨幣基礎最基本的定義是流通貨幣(銀行紙幣及硬幣)與銀行體系存放在中央銀行的結餘(儲備結餘或結算餘額)的總和。在香港，貨幣基礎包括負債證明書(作為發鈔銀行發行的銀行紙幣的支持)、政府發行的流通貨幣、設於金管局的結算戶口結餘總額(即總結餘)，以及外匯基金票據及債券。

貨幣供應

在整個經濟體系內的貨幣總量。香港貨幣供應量的指標有3個：貨幣供應M1是指市民持有的法定貨幣(包括紙幣及硬幣)與持牌銀行客戶的活期存款。貨幣供應M2是指貨幣供應M1所包括的項目，再加上持牌銀行客戶的儲蓄及定期存款，以及由持牌銀行發行並由非銀行持有的可轉讓存款證。貨幣供應M3是指貨幣供應M2所包括的項目，再加上有限制牌照銀行及接受存款公司的客戶存款，以及由這兩類機構發行並由非銀行持有的可轉讓存款證。

名義及實質有效匯率

這是反映港元相對於一籃子主要貿易夥伴貨幣的整體匯價指標。名義有效匯率是港元與香港的主要貿易夥伴的貨幣匯率的加權平均數。實質有效匯率通過調整名義有效匯率而得出，其中考慮了有關貿易夥伴經季節因素調整後的消費物價相對變動。

©2021 香港金融管理局
本報告可予複製以作非商業用途，但必須適當註明資料來源。

本報告全文可於金管局網站**www.hkma.gov.hk**查閱。

香港金融管理局
香港中環金融街8號國際金融中心2期55樓
電話: (852) 2878 8196
傳真: (852) 2878 8197
電郵: publicenquiry@hkma.gov.hk
www.hkma.gov.hk

ISSN 2222-1522（網上版）